



---

# INFORME DE FINANZAS GLOBALES N°1

---

## Riesgos Emergentes: El fin del experimento monetario más grande de la historia Y el MSCI

Julio 2018

Autores

Iván Martínez, Julián Grancharoff y Pablo Wahren



**Observatorio**  
de Coyuntura Económica  
y Políticas Públicas

## RESUMEN EJECUTIVO

- El mundo está por salir del experimento monetario más grande de la historia.
- La política monetaria estadounidense está cambiando y eso tiene fuertes impactos en las economías del resto del mundo, tanto en términos reales como financieros.
- La Crisis Financiera Global no solo dejó cicatrices sobre el sistema económico, sino que por las políticas remediales posteriores afloraron nuevas fragilidades: sobreendeudamiento de países emergentes, florecimiento de empresas poco sustentables financiadas con crédito barato, nuevos instrumentos financieros riesgosos, entre otros.
- Los flujos financieros hacia los países emergentes se pueden reducir en un cuarto a partir del próximo año.
- Esta nueva etapa de endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos requiere un estado de alerta en la política económica para afrontar sus efectos negativos.
- Argentina, sin embargo, va en contra la corriente en lo que hace a recomendaciones de regulación financiera, desarmando distintas regulaciones desde diciembre de 2015.
- El upgrade en el MSCI acentuará la exposición del país al cambiante Ciclo Financiero Global.
- La recalificación no solo implicaría la afluencia de mayores capitales sino una mayor participación de Argentina en instrumentos financieros como los ETFs (Exchange Traded Funds).
- Los fondos destinados a los ETF son muy volátiles y responden mucho menos, o incluso no tienen correlación alguna, a los cambios en los “fundamentals” de los países en los cuáles estos fondos invierten.
- Una mayor presencia de ETFs en un determinado país está asociada con una mayor exposición al Ciclo Financiero Global tanto para flujos de capital como para el precio de los activos locales.
- En este contexto, uno de los condicionamientos del MSCI para ratificar la nueva calificación es que no se agreguen controles de capitales.
- La Argentina se expone aún más a los movimientos de los capitales financieros internacionales, los cuales contribuyen fuertemente a la (elevada) volatilidad cambiaria registrada desde abril.

## RIESGOS EMERGENTES: EL FIN DEL EXPERIMENTO MONETARIO MÁS GRANDE DE LA HISTORIA Y EL MSCI

*“Por supuesto, un período prolongado, como el que tuvimos, de tasa de política monetaria muy baja o incluso negativa, es un terreno fértil para la emergencia de riesgos en la estabilidad financiera. No hemos visto mucho de esto todavía.”*

Mario Draghi, septiembre 2017 (trad. prop.)

### 1.INTRODUCCIÓN

El mundo está pronto a salir del experimento monetario más grande de la historia. Luego de una década de tasas cercanas a cero o directamente negativas, donde los balances de los bancos centrales se multiplicaron varias veces mediante la compra de bonos y activos privados, la amenaza de la “normalización” de la política monetaria se hace cada vez más cercana. Pero pensar que la suba de las tasas y la reducción de los balances de las autoridades monetarias sería simplemente volver a un estadio económico similar al que reinaba antes de la Crisis Financiera Global (CFG), sería desconocer que, así como “ningún hombreo mujer puede cruzar el mismo río dos veces”, el sistema económico no volverá simplemente a su estadio anterior. La CFG no solo dejó cicatrices sobre el sistema económico, sino que las políticas remediales posteriores afloraron nuevas fragilidades, que dejaron más expuesta a la economía global a shocks exógenos, a sus propios ciclos y a los efectos de la misma “normalización”.

Una misma tasa de interés puede tener un impacto distinto según cómo están apalancados los distintos actores económicos y bajo qué instrumentos y riesgos están posicionados. Tampoco es lo mismo cómo se llega a esa tasa de interés y, mucho menos, cómo se transforma la curva de interés en ese movimiento. En este sentido, el endeudamiento -tanto de los soberanos como de los hogares y las firmas- se ha sostenido en niveles crecientes y elevados. Específicamente países emergentes y las firmas “zombis” que no hubieran sobrevivido en un contexto financiero “regular” generan grandes inquietudes sobre cómo se acomodarán al nuevo ambiente monetario. Asimismo, el crecimiento de inversiones pasivas e instrumentos de inversión como los ETFs (*ver Box ¿Qué son los ETF?*) y, dentro de ellas, las que apuestan/apostaban a la baja volatilidad, amplían la incertidumbre sobre cómo se transmitirá el contagio del estrés financiero. Especialmente con la “vuelta de la volatilidad” (BIS, 2018).

La profundidad de los efectos globales de la modificación de la política monetaria en los países centrales, y principalmente en Estados Unidos, ha sido documentada en la reciente pero destacada literatura sobre el Ciclo Financiero Global. En la misma se destaca que la política monetaria de cada país está altamente influenciada por la política monetaria orquestada en la Reserva Federal de Estados Unidos y que, contrariamente de lo que sostuvo gran parte de la ciencia económica en las últimas décadas, un tipo de cambio flotante no sería suficiente para absorber estos cambios. De este modo, las medidas macroprudenciales relacionadas con los controles de capitales parecen ser la mejor forma de dar grados de libertad a la política monetaria doméstica, en coincidencia con las recomendaciones de muchos organismos internacionales, entre ellas “la mirada institucional” del Fondo Monetario Internacional (FMI).

De esta manera, dada las nuevas fragilidades y exposiciones señaladas, los canales de transmisión del Ciclo Financiero Global se ven potenciados en esta nueva etapa de endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos, lo que se traduce en la necesidad de políticas económicas adecuadas para afrontar sus efectos negativos.

Argentina, sin embargo, al igual que con la liberación del comercio en la era Trump, rema contra la corriente mundial en lo que hace a regulación financiera. En un contexto donde las políticas macroprudenciales, los objetivos de estabilidad financiera y la afinación de las regulaciones son algunos de los principales ejes de los Bancos Centrales de todo el globo, entes especializados u organismos supranacionales como el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), Argentina ha desarmado cuantiosas regulaciones de este tipo, sin diferenciar entre ellas cuáles eran beneficiosas para la estabilidad macroeconómica.

Es en este contexto en el cual Argentina se encuentra en un proceso de reclasificación en el Morgan Stanley Capital Index (MSCI) con una recategorización (parcial) a "país emergente". Si bien esto puede implicar un mayor ingreso de capitales al país (especialmente si la decisión se ratifica y generaliza al conjunto de los activos financieros domésticos, más allá de los ADRs), lo que queremos destacar aquí es que esta reclasificación, en este marco global y nacional, puede tener efectos secundarios que deben ser tomados en consideración por la política económica para evitar sus perjuicios. Si Argentina logra finalmente el pase a emergente, los activos nacionales podrán incorporarse en determinados ETF lo que contribuirá a aumentar la exposición de los flujos de capital y

de los precios de éstos y otros activos domésticos al riesgo global (en plena incertidumbre sobre los efectos del desarme de la política monetaria no convencional).

El informe se estructura de la siguiente manera. En la primera sección presentaremos la existencia de un Ciclo Financiero Global, que vincula las condiciones financieras de los países a lo largo del globo. En la segunda sección, estudiaremos la fase actual del Ciclo financiero Global, caracterizada por la normalización de la política monetaria en los países centrales y nuevos riesgos asociados. En la tercera sección, abordaremos cómo la decisión del MSCI aumenta la exposición al Ciclo Financiero Global, al aumentar la inserción financiera del país e incluirlo en nuevos instrumentos como los ETFs. Por último, concluiremos desarrollando los riesgos que afronta en este contexto Argentina si continua con la desregulación de la cuenta capital.

## 2. EL CICLO FINANCIERO GLOBAL

El concepto de Ciclo Financiero Global fue desarrollado por la economista francesa H  l  ne Rey en su famoso trabajo de 2013 titulado *“Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”*. La idea central radica en que la política monetaria estadounidense tiene fuertes impactos en las economías del resto del mundo, tanto en términos reales como financieros. Cuando la Reserva Federal endurece su política monetaria (esto es, aumenta la tasa de referencia), la economía más grande del mundo se retrae, con todo lo que ello implica para el comercio mundial. Pero, a su vez, se observan importantes movimientos en las variables financieras internacionales: decrece el llamado “factor global” de los activos financieros, aumentan los spreads (es decir, la tasa que pagan distintos instrumentos por sobre la tasa libre de riesgo) y disminuyen significativamente (e incluso se revierten) los flujos internacionales de crédito (Matteo & Navarro 2018).

Así, la famosa Trinidad Imposible de Mundell<sup>1</sup> se convierte en un Dilema: siempre que exista libre movilidad de capitales y no existan controles macroprudenciales adecuados, la política monetaria nacional (incluso en un país con tipo de cambio flexible) estará altamente influenciada por la política monetaria de Estados Unidos. En otras palabras, dejar flotar el tipo de cambio no será suficiente para evitar los shocks de la política monetaria del centro financiero mundial y, por lo tanto, que la política monetaria del país en cuestión sea independiente. El impacto sobre los países emergentes, por su parte, ha sido destacado por Menna & Tobal (2018).

---

<sup>1</sup> El modelo Mundell-Fleming se ha utilizado para argumentar que una economía no puede simultáneamente mantener un tipo de cambio fijo, libre movimiento de capitales y una política monetaria autónoma

De este modo, se observa cómo la política monetaria de los Estados Unidos desencadena un Ciclo Financiero Global con impacto en todas las economías del globo. Sin embargo, tal como indican Williams et al (2018) dicho impacto dependerá fuertemente de la inserción de cada país en el sistema financiero internacional (Cerutti et al, 2015; Choi et al, 2017) y de cada momento en el tiempo (Ahmed y Zlate, 2014). Si bien la mayoría de las investigaciones desarrolladas en este campo se han centrado en los flujos bancarios (Bruno y Shin, 2015), los cambios en la política monetaria estadounidense y la aversión al riesgo también tienen un impacto significativo en los flujos de portafolio (Avdjiev et al, 2017).

Esta visión coincide con la del BIS en muchos aspectos. Tal como resume Perry Mehrling<sup>2</sup>, el enfoque sobre los fenómenos económicos del BIS es principalmente financiero, mediante ciclos financieros (bajo su propia definición de expansiones y contracciones del crédito, y las posibles crisis aparejadas), en un marco global (los mercados financieros son globales y existe mayor integración financiera que comercial), centrado en el dólar estadounidense. Destacamos esta coincidencia por algunas ideas derivadas del enfoque del BIS: así como en la visión keynesiana la tasa de interés se determina en mercados financieros y no reales, sin ser ésta la variable que equilibra el sistema económico, en la visión del BIS las tasas son determinadas en los flujos financieros globales (usando el concepto de *financing*, como un flujo de caja), en lugar de en el equilibrio entre oferta y demanda de ahorro e inversión como conceptos de la economía real. De allí la relevancia de controlar los ciclos financieros para evitar la mala asignación de recursos en un mundo donde la tasa de interés no asegura el equilibrio en la economía real.

Por otro lado, Borio (2017) destaca que los ciclos financieros de Estados Unidos cada vez son más largos y grandes que los ciclos económicos del mismo país. De esta manera, la normalización de la política monetaria en Estados Unidos puede arrastrar el Ciclo Global a terrenos desconocidos. Si de por sí el desarme del mundo de tasas negativas y balances de bancos centrales gigantescos implica un proceso nunca experimentado, existe una serie de vulnerabilidades afloradas en esta década de anomalías monetarias que despiertan mayores alertas sobre los efectos de la normalización.

### **3. NUEVAS FRAGILIDADES, INNOVACIONES Y AQUELLO DE LO QUE NO HEMOS VISTO MUCHO AÚN...**

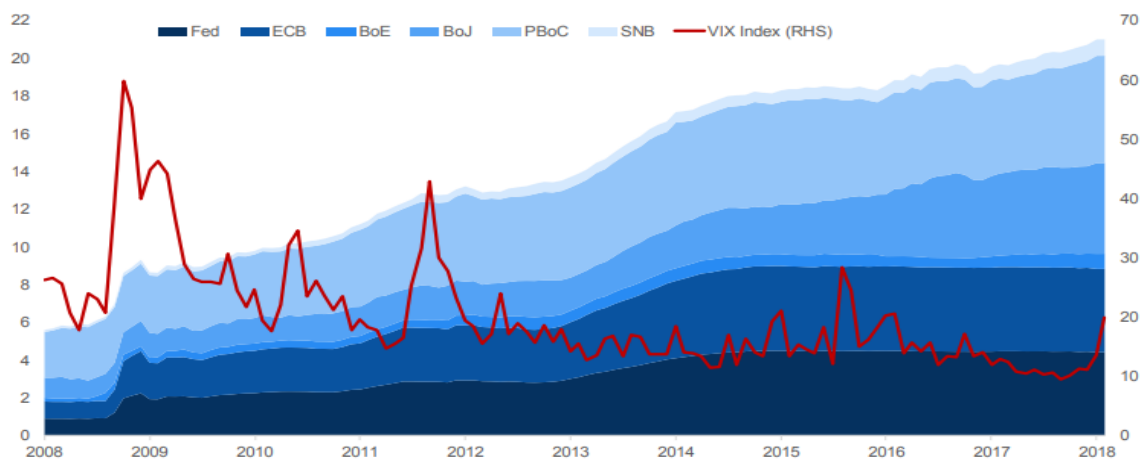
La década de aplicación (y ampliación) de las políticas monetarias no convencionales (Claudio & Disyatat, 2009) en países centrales afectó profundamente la economía global, desconociéndose aún todos sus efectos (tanto los presentes como futuros). Sin embargo,

---

<sup>2</sup><http://www.perrymehrling.com/2016/06/bis-looks-through-the-financial-cycle/>

entre los efectos identificados se ha resaltado recientemente la relación inversa entre la profundidad de estas políticas y la volatilidad implícita (medida a través del índice VIX). Los bancos centrales aumentaron fuertemente sus pasivos (principalmente las reservas bancarias) para comprar activos (títulos públicos y privados) con el fin de sostener las bajísimas tasas de interés, lo que operó como un piso en el precio de muchos activos. De este modo, la política monetaria expansiva contribuyó a reducir la volatilidad.

### Balances de Bancos Centrales y índice VIX (eje derecho)



Nota: Activos en billones de dólares. Fed=Reserva Federal de Estados Unidos, ECB=Banco Central Europeo, BoE= Banco de Inglaterra, BoJ=Banco de Japón, PBoC=Banco Popular de China,SNB=Banco Nacional Suizo.

Fuente: *Algebris (UK) Limited, Bloomberg*

La compra masiva de activos, enmarcada en los programas de relajamiento cuantitativo (QE, por sus siglas en inglés de Quantitative Easing), y las consiguientes tasas casi cero o negativas, al mantenerse forzosamente vía política monetaria en esos niveles, han implicado una desaparición de la volatilidad en las tasas de interés no solo de los activos comprados. La búsqueda por rendimientos (Search for Yield) ha rebalanceado los portafolios de distintas instituciones financieras a activos riesgosos comprimiendo tanto sus primas como la volatilidad de las mismas (Chodorow-Reich, 2014). Esto ha despertado distintas inquietudes. Por un lado, si estos precios de los distintos activos se han convertido en burbujas, generando desbalances en la asignación de recursos (Borio, 2017) orientándose a empresas poco solventes, por ejemplo. Por el otro, si el ajuste de precios, portafolios y balances que implicará la reversión del QE se derramará al resto del sector financiero y la economía real de manera negativa.



"La volatilidad en los mercados está en niveles bajos (...) en la medida en que los bajos niveles de volatilidad pueden inducir un comportamiento de riesgo (...) es una preocupación para mí y para el Comité." Former Federal Reserve Former Chair Janet Yellen. 2014 (trad. prop.)

La baja volatilidad financiera, si bien puede parecer un indicador de solidez económica, puede tener más efectos nocivos de lo que indica el sentido común. La hipótesis de inestabilidad financiera de Hyman Minsky (1977), es quizás una de las teorías más claras sobre las problemáticas alrededor de la baja volatilidad. Períodos extendidos de estabilidad fomentan que los agentes tomen posiciones más y más riesgosas, las cuales se validan en tanto se mantenga este esquema, aumentando la exposición por lo que la estabilidad terminaría generando inestabilidad. Existe, además, literatura reciente con la misma visión (la "paradoja de volatilidad" de Brunnermeier y Sannikov (2014), Bhattacharya et al. (2015), Danielsson et. al (2012)) y reciente evidencia empírica que la baja volatilidad es un buen predictor de crisis financieras, siendo un significativo y adecuado indicador para alertas tempranas (Danielsson, Valenzuela & Zer, 2018). Por otro lado, los desarrollos en los mercados financieros de las últimas décadas fomentan este tipo de dinámicas.

A su vez, el uso de la volatilidad como una cristalización del riesgo en la selección de portafolios a partir de los desarrollos de Harry Markowitz, desembarcaron con el tiempo en el uso de herramientas de optimización y evaluación basadas específicamente en la volatilidad. Es así que a fines de los '80, J.P. Morgan empezaría a publicar un reporte diario con la metodología "Valor al Riesgo" (value-at-risk), usando la volatilidad histórica para calcular la pérdida máxima que un banco podía tener en un día con 95% de confianza. Esta metodología se fue complejizando, siendo hoy parte de la valuación de activos de todas las instituciones financieras del mundo y de sus marcos regulatorios. El uso de información histórica, fomenta que los períodos de baja volatilidad "indiquen" un menor riesgo, permitiendo a los agentes tomar más riesgos. Por otro lado, si las pruebas de estrés <sup>3</sup>validan estas posiciones, el proceso que describe Minsky se materializa, especialmente porque estas subestiman los segundos efectos de la volatilidad.

Además, en otra de las acertadas ideas de Minsky (1957,1986), los mercados financieros desarrollaron innovaciones financieras para explotar la volatilidad. De esta manera, la ingeniería financiera desarrolló productos basados en los índices de volatilidad como el Índice VIX para obtener ganancias a raíz de la volatilidad. Así, hoy en día, productos como los ETFs (*ver Box ¿Qué son los ETF?*) atados al Índice VIX operaban con un volumen diario de \$2.6 mil millones de dólares, algunos beneficiándose de la suba y otros de la baja

---

<sup>3</sup> Consiste en simulaciones para verificar la capacidad de los bancos e instituciones financieras para hacer frente a un deterioro de la economía.



de la volatilidad. La baja volatilidad de los últimos años fomentó grandes posiciones apostando a la continuidad de la baja volatilidad. Estos productos de por sí son fuentes de fragilidades en el contexto de la normalización, tal como pudo observarse en febrero de 2018.

## EL AVISO DE FEBRERO

A partir de la publicación de un informe más favorable de lo esperado sobre el mercado laboral estadounidense el 2 de febrero, los principales índices bursátiles perdieron las ganancias acumuladas desde el comienzo del año: el índice S&P 500 retrocedió más del 10%, el Nikkei el 7%, las bolsas de EME el 8% y los mercados de valores de la zona del euro el 7%. Esto vino acompañado por una disparada de 20 puntos en el índice de volatilidad VIX sólo el 5 de febrero, después de que éste mantuviese un récord histórico de estabilidad (alza que se investiga si fue efecto de manipulaciones). La magnitud del evento tuvo como principal víctima al fondo XIV, gestionado por el gigante Credit Suisse. Este fondo, tal como su nombre lo indica, busca representar un rendimiento inverso al de la volatilidad. Es decir, si la volatilidad es baja el rendimiento crece, y viceversa. Durante febrero este instrumento perdió el 90 % de su valor y fue dado de baja por la empresa de servicios financieros. Lo mismo sucedió con otro ETF similar del banco japonés Nomura.

## ¿QUÉ SON LOS ETF?

Los ETFs (Exchanged Trade Fund ) son fondos de inversión que cotizan en bolsa. Al igual que los fondos comunes de inversión tradicionales, agrupan una cesta de valores en función de la cual fluctúan. La particularidad es que cotizan en bolsa como si fueran una acción del mercado. El precio de un ETF se conforma esencialmente por los precios de los activos que lo componen. Se trata de fondos indexados en el sentido de que replican el comportamiento de algún índice, bonos, acciones, entre otros.

Se pueden suscribir en el mercado primario, pero también se intercambian en el mercado secundario, pudiéndose comprar durante la sesión bursátil. Las comisiones del bróker suelen ser menores a las de los FCI tradicionales, ya que se trata de inversiones pasivas que siguen un índice determinado y no requieren de la participación y decisión activa de analistas financieros.

Los ETFs pueden diferir en su cotización de la de sus activos subyacentes, ya que se tranzan independientemente de los mismos. En otras palabras, podría ser que los subyacentes determinen un precio de 100, pero que el ETF tenga un exceso de demanda y su cotización esté en 110. En estos contextos intervienen los Participantes Autorizados, que a través de compras y ventas de activos alinean los precios del ETF al de sus subyacentes. Esto se denomina proceso de creación y cancelación. Los Participantes Autorizados obtienen una diferencia al comprar el activo subyacente y vender luego la cuota parte del ETF. De esta manera los ETF regulan su oferta, aumentando y disminuyendo en función de la demanda.

Al analizar el conjunto de los diez principales ETF se observa que 4 replican el comportamiento de las principales compañías cotizantes en Estados Unidos, 1 el total del mercado de Estados Unidos, 3 el comportamiento de los mercados de países desarrollados que no son Estados Unidos ni Canadá, 1 el comportamiento de los mercados emergentes y 1 el comportamiento de bonos con grado de inversión. El mercado está dominado fundamentalmente por tres fondos de inversión: Blackrock, Vanguard y State Street Global Advisors. De los fondos captados por los 10 principales ETF, la primera gestiona el 34,1%, la segunda aglutina el 32,4% y la tercera concentra el 27,5%.

También existen las Exchange Traded Commodities (ETC) que en lugar de seguir los índices de acciones, se guían por los precios de las materias primas.

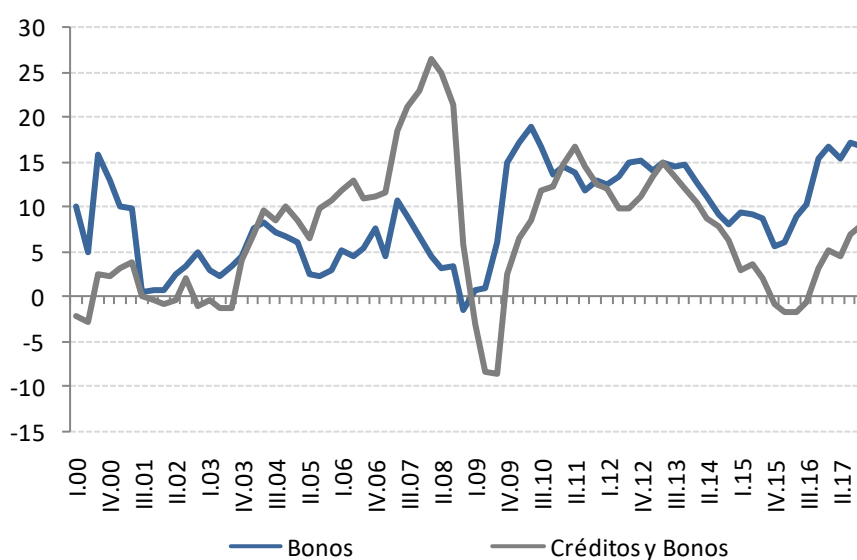
Es así que hasta el propio FMI, en la edición de abril de 2018 de su informe bianual sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR, por sus siglas en inglés), identifica en la normalización de la política monetaria la causa de “la disminución de la calidad del crédito (y las) vulnerabilidades asociadas al endeudamiento externo en mercados emergentes y países de bajo ingreso”. Asimismo, alerta sobre los peligros de una de las innovaciones financieras más populares de los últimos años: los ETFs. Este tipo de inversiones han estado en la mira también de instituciones como el BIS (Sushko & Turner, 2018), y especialmente

las que se basan en índices de volatilidad del mercado, luego de los *sell off* de febrero de 2018.

### 3.1. Nuevas (viejas) fragilidades: sobreendeudamiento de países emergentes

Los países emergentes pudieron aprovechar la coyuntura de bajos rendimientos para incrementar el ingreso de capitales por la cuenta capital y financiera a bajo costo. Según datos del BIS, entre 2010 y 2017 la deuda externa de los países emergentes se incrementó a una tasa de 8,2% anual. En América Latina lo hizo a un ritmo aún mayor: 9,7%.

**Deuda externa de países emergentes en dólares. Variación interanual**



Fuente: elaboración propia en base a BIS

En este sentido, se espera que la normalización de la política monetaria de la FED, con efecto contagio en las demás economías, modere o revierta el flujo de capitales que fluye hacia los emergentes. Los canales por los cuales esto sucede son esencialmente dos. El primero es la mayor rentabilidad que ofrecen los activos de los países centrales, lo cual ofrece la oportunidad de obtener buenos rendimientos a menor riesgo que en los países emergentes. El segundo canal se basa en una mayor aversión al riesgo. Dada la incertidumbre que genera un contexto de mayor volatilidad internacional, como el que dispararía la suba de tasas de EEUU, los capitales tienden a fluir hacia los activos de mayor calidad. Este fenómeno se conoce como “flight to quality”.

Las adversidades para los emergentes se pueden profundizar aún más por la esperada apreciación del dólar ante la suba de tasas. Esto derivaría en un aumento de los

pasivos denominados en moneda extranjera, un deterioro de los indicadores de sustentabilidad de los emergentes (lo cual podría profundizar las salidas de capitales), impactar negativamente en el precio de las commodities y alimentar expectativas de devaluación con la consecuente fuga de capitales.

En resumen, los países emergentes pueden sufrir una reversión de los flujos de capitales y un encarecimiento del costo de refinanciamiento<sup>4</sup>. En este sentido preocupa el peso que puede cobrar los servicios de la deuda en este grupo de países, especialmente en aquellos que presentan elevados déficits de cuenta corriente (ver Box: Riesgos Crecientes en América Latina).

Esta tendencia aún no ha comenzado. A pesar de la moderada suba de tasas de 2017, los flujos de capitales a los países emergentes alcanzaron los 240 mil millones de dólares y duplicaron los valores de los dos años anteriores. El ingreso de capitales de los últimos años ha permitido un incremento de las reservas internacionales a pesar de que el grueso de los países emergentes presenta déficit de cuenta corriente. Las emisiones brutas de deuda soberana y corporativa se elevaron a máximos históricos en 2017. Sin embargo, en 2018 esta tendencia comienza a mostrar indicios de reversión. Según el Instituto de Finanzas Internacionales (IFI), en el mes de mayo los países emergentes sufrieron una salida neta de capitales de casi 15.000 millones de dólares (retracción registrada tanto en acciones como en bonos).

## RIESGOS CRECIENTES EN AMÉRICA LATINA

Durante los últimos años América Latina gozó de un extraordinario ingreso de deuda externa que financió los déficits del sector externo en un contexto de menores precios de las commodities. Al analizar las principales economías de la región se puede apreciar como todas ellas presentan déficits de cuenta corriente.

---

<sup>4</sup>Según las estimaciones del FMI, asumiendo que la tasa de referencia de la FED sube hasta 3,6% en 2020, en promedio se reducirá el flujo de capitales a los emergentes en 40.000 millones promedio en 2019 y 2020. Si en este proceso también se incrementara la aversión al riesgo (como lo hizo tras la devaluación del yuan en 2015), la estimación asciende a 60.000 millones por año, lo que equivale a un cuarto de los flujos anuales (FMI, 2018).

### Saldo de cuenta corriente de 10 países sudamericanos

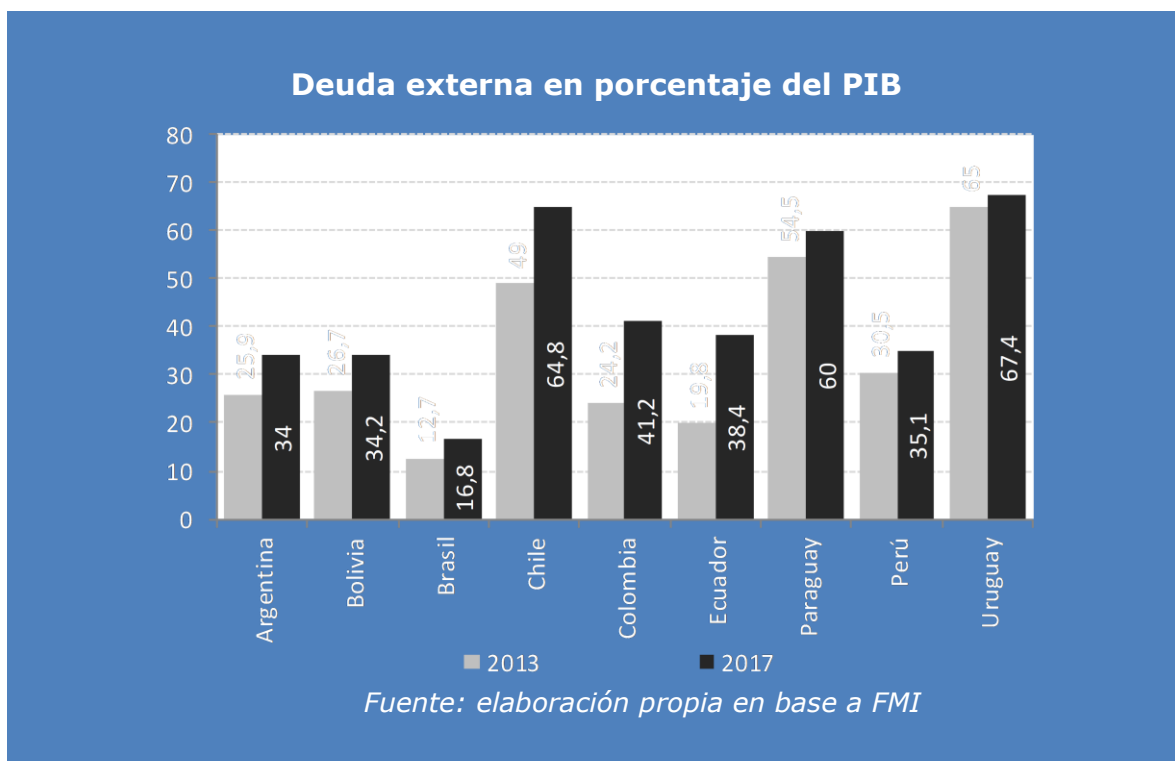
PAÍS	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
Argentina	-2,1	-1,6	-2,7	-2,7	-4,8	-5,1
Bolivia	3,4	1,7	-5,8	-5,7	-5,8	-5,4
Brazil	-3,0	-4,2	-3,3	-1,3	-0,5	-1,6
Chile	-4,0	-1,7	-2,3	-1,4	-1,5	-1,8
Colombia	-3,3	-5,2	-6,4	-4,3	-3,4	-2,6
Ecuador	-1,0	-0,5	-2,1	1,5	-0,4	-0,1
Paraguay	2,1	-0,2	-1,1	1,5	-1,8	-2,0
Peru	-4,7	-4,4	-4,8	-2,7	-1,3	-0,7
Uruguay	-3,4	-3,0	-0,7	1,6	1,6	0,6
Venezuela	2,0	2,3	-6,6	-1,6	2,0	2,4

*Fuente: elaboración propia en base a FMI*

En 2017, ocho de los diez países sudamericanos más importantes presentaron déficit de cuenta corriente. Las únicas excepciones fueron Uruguay y Venezuela. Para 2018 el FMI espera que se den los mismos resultados. De los países deficitarios, seis de ellos sostienen saldos negativos desde hace al menos 3 años dentro de los cuales cinco presentan saldos negativos desde hace ya 5 años.

Estos desbalances del sector externo fueron cubiertos con deuda externa. Por caso, la deuda externa en relación al PBI se ha incrementado en los diez principales países sudamericanos durante los últimos 5 años. Los países que más han incrementado este ratio han sido Venezuela (+59,8 p.p.), Ecuador (+18,6 p.p.), Colombia (+17 p.p.), Chile (+15,8 p.p.) y Argentina (+8,1 p.p.).

En el caso venezolano el incremento no se debió a un mayor endeudamiento sino a la reducción del PIB en dólares. En los otros países, en cambio, sí se registró un incremento de la deuda externa. El caso argentino es particular ya que el incremento de la deuda se dio exclusivamente en los últimos dos años, pero a un ritmo vertiginoso.



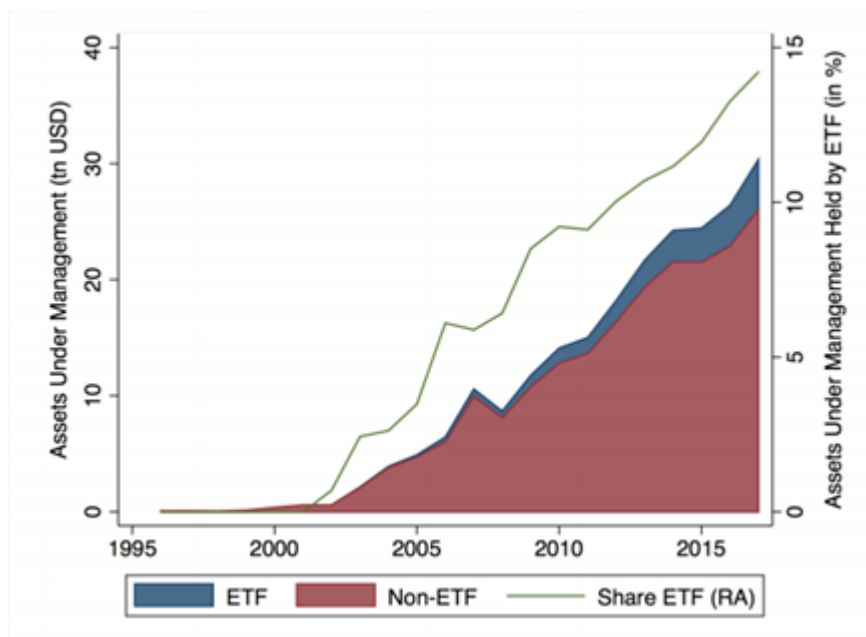
### 3.2. ETFs: LOS NUEVOS RIESGOS DE UN NUEVO INSTRUMENTO FINANCIERO

Los llamados fondos de inversión pasiva<sup>5</sup> se han expandido rápidamente en los últimos años y representan en la actualidad una porción importante del universo de los fondos de inversión globales. Es así que los fondos pasivos manejaban en junio de 2017 ocho billones de dólares o el 20% de la inversión agregada en fondos de inversión, más que duplicando el porcentaje de una década atrás. Sin embargo, los ETFs crecieron a un ritmo aún mayor: el porcentaje de ETFs dentro de los fondos pasivos superó el 40% en junio de 2017, contra un 30% en 2007. Pero esto no es todo: el incremento de los ETFs ha sido aún más significativo en aquellos fondos que invierten en mercados emergentes, con los ETF alcanzando el 20% de toda la industria de fondos mutuales<sup>6</sup> en 2017.

<sup>5</sup> Los fondos de inversión pasiva se dedican a replicar un índice de referencia. Su filosofía radica en que el mercado es eficiente o, en otras palabras, que los precios de los activos reflejan toda la información disponible. En consecuencia, es una pérdida de tiempo y de dinero intentar predecir los valores futuros. Por el contrario, en los fondos de inversión activa los inversores depositan su confianza en el equipo que gestiona dicho fondo, confiando en que podrán obtener rendimientos superiores que el “mercado”. En la práctica, sin embargo, (casi) ningún fondo tiene plena libertad para gestionar las carteras de sus clientes, sino que están atados a ciertas reglas de inversión.

<sup>6</sup> Un fondo mutual en un vehículo de inversión en el cual muchos inversionistas individuales unen sus fondos para invertir en activos como acciones, bonos u otros. Los fondos mutuales son creados por una compañía y

### Activos bajo la administración de Fondos Mutuales ETF, no-ETF y participación porcentual



Fuente: Williams et al, 2018

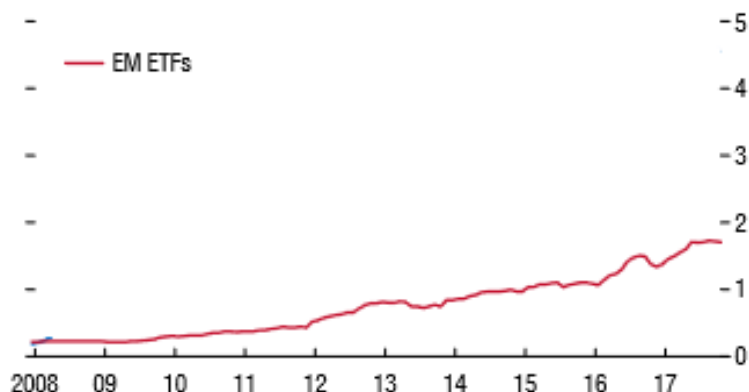
Estos porcentajes se vuelven más notorios al considerar que la industria de los fondos mutuales maneja en la actualidad 40 billones de dólares en todo el globo (aproximadamente 80 veces el PBI de Argentina). Resulta evidente que los fondos mutuales se han convertido en un importante canal a través del cual ocurre gran parte de los flujos internacionales de capitales. A su vez, muchos fondos que son formalmente de inversión activa están fuertemente condicionados por el seguimiento de determinado índice, por lo que en la práctica se asemejan a los fondos pasivos. En consecuencia, estos valores pueden estar de algún modo subestimados. No obstante, lo importante aquí es marcar que, sin duda alguna, en los últimos años la industria de fondos pasivos de inversión en general, y los ETFs en particular, han tenido un crecimiento vertiginoso.

---

administrados por un gerente del fondo (fund manager), quien invierte el dinero de los inversionistas para intentar obtener ganancias para estos últimos y para la compañía que emite el fondo.



### Participaciones ETF de bonos de Países Emergentes como porcentaje del valor total de mercado (porcentaje)



Fuente: GFSR Abril 2018

Por otro lado, el rol creciente de los ETFs, como un canal a través del cual ocurren flujos internacionales de capital, amplifica la transmisión del Ciclo Financiero Global. Si bien los ETFs son parte de la familia de los *mutual funds*, existe evidencia robusta de que los inversores que participan de los primeros son más sensibles a shocks en el riesgo global que aquellos que participan de los segundos (Williams et al, 2018). A su vez, los fondos destinados a los ETF responden mucho menos, o incluso no tienen correlación alguna, a los cambios en los “fundamentals” de los países en los cuáles estos fondos invierten. Esto ocurre, principalmente, porque la estructura de los ETFs permite, e incluso alienta, un comportamiento más cortoplacista e inestable por parte de los dueños de estos instrumentos. Esto es así ya que permiten a los inversores *tradear* índices de forma intradiaria y en el mercado secundario, lo cual contrasta con los fondos mutuales, donde el trading generalmente ocurre al cierre del día. Así, la posibilidad de tradear los ETFs con tanta frecuencia los convierte en los más volátiles de la industria de inversión pasiva. De este modo, ante un cambio en los factores globales los inversores extraen sus fondos invertidos en los ETFs por lo que se produce una venta masiva en los activos constituyentes del índice replicado.

Williams et al (2018) encuentran evidencia de que una mayor presencia de ETFs en un determinado país está asociada con una mayor exposición al factor de riesgo global tanto para flujos de capital como para el precio de los activos locales. Por supuesto, a mayor riesgo global, mayor salida de capitales hacia el país sede del ETF. Esta salida repentina de capitales impacta negativamente en el precio de los activos del país involucrado, por lo que incrementa el co-movimiento del mercado de acciones local y de los factores globales, con

su potencial efecto desestabilizador sobre la economía local. De este modo, los inversores pasivos responden a los “shocks globales” más que a factores fundamentales de los activos involucrados. El precio de las acciones locales pierde, así, su reflejo en los *fundamentals* de la economía y de las empresas nacionales. Como contrapartida, la especulación financiera pierde su tan atribuido rol de “disciplinador” del mercado.

A esto se suma el comportamiento procíclico que suelen tener los ETFs. Los fondos de inversión pasivos pueden contribuir a un *overshooting* considerable si los flujos de fondos involucrados son voluminosos. Como los índices están generalmente ponderados según los valores de mercado, cuando un activo ve incrementado su valor automáticamente dispara compras por parte de los fondos pasivos (ya que aumenta su participación dentro del índice a replicar), lo que retroalimenta la tendencia inicial. Por supuesto, lo contrario ocurre en mercados a la baja.

Por último, resulta evidente que en aquellos países donde los ETFs poseen una mayor parte de la capitalización bursátil local, el flujo agregado de capitales y el precio de los activos locales son más sensibles a factores exógenos o “global push factors” (o, en otras palabras, a cambios en las condiciones financieras internacionales). De este modo, vemos como el incremento de los ETFs como un canal a través del cual fluyen los capitales internacionales contribuye a amplificar el efecto del ciclo financiero global sobre los países emergentes.

#### **4. ARGENTINA Y SU INCORPORACIÓN PARCIAL AL MSCI DE MERCADOS EMERGENTES**

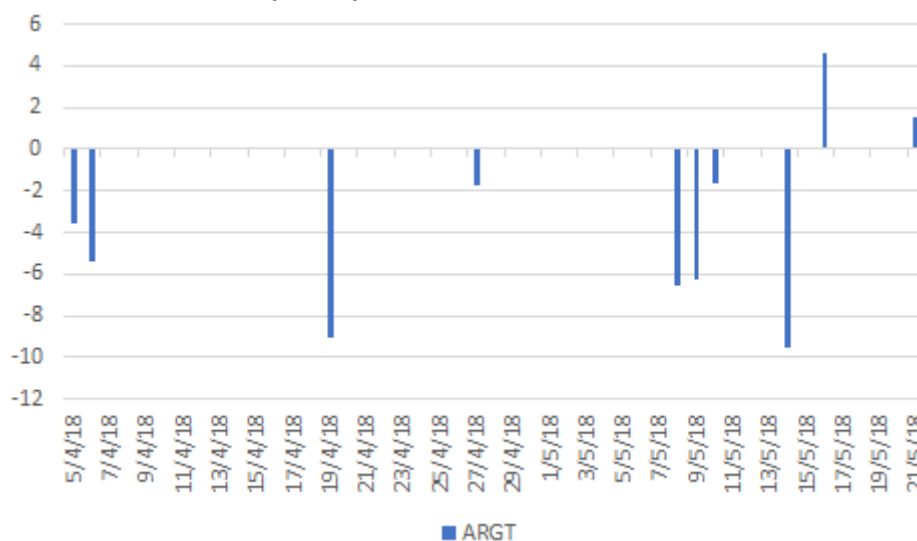
Muchos ETFs replican alguno de los Morgan Stanley Capital Index (MSCI). Sin embargo, son muchísimos más los ETFs que replican el MSCI de mercados emergentes que el MSCI de países de frontera, y más aun los que replican el MSCI de mercados desarrollados (Williams et al, 2018). De este modo, el grado en el cual los ETFs concentran los activos de un determinado país está fuertemente correlacionado con la clasificación de dicho país en el MSCI. Y, por extensión, las reclasificaciones de un determinado país a un índice más utilizado por estos fondos de inversión pasiva, están asociadas con un incremento de la exposición al ciclo financiero global.

De este modo, una mejora en la categoría de Argentina en el MSCI aumenta la (ya elevada) vulnerabilidad de la economía nacional a los factores de riesgo global, en un contexto de elevada volatilidad y de reflujo de capitales hacia los activos más seguros. Esto se hace más evidente dada la escasa profundidad del mercado de capitales argentino, por

lo que la participación de los ETFs en el total de la capitalización bursátil se podría tornar elevada en la comparación internacional.

En la actualidad existen dos ETFs relevantes que replican el mercado bursátil argentino: el Global X MSCI Argentina ETF (con cerca de 160 millones de dólares) y el iShares MSCI Argentina and Global Exposure ETF (con cerca de 55 millones de dólares). Si bien su tamaño no es significativo, nos pueden dar un indicio del comportamiento de este tipo de vehículos de inversión: entre el 5 de abril y el 14 de mayo el Global X MSCI Argentina ETF tuvo salidas por casi 44 millones de dólares, un 27% del tamaño final del fondo. Algo a remarcar es que las salidas de este fondo se revirtieron el 16 de mayo, el día de la licitación de BOTES.

**Flujo de fondos de los Activos administrados por el ETF Global X MSCI Argentina (ARGT) en millones de dólares**



Fuente: <http://etfs.com>

Por otro lado, el JP Morgan estimaba que la entrada de fondos por la entrada al MSCI Emergente iba a ser de más de 5 mil millones de dólares, dado que el mercado local pasaría a integrar el 0,5% de los portafolios de emergentes. Sin embargo, dada la incorporación parcial a la que fue sometida la Argentina, la estimación se redujo a 2.600 millones de dólares. Para dimensionar este monto, la última corrida cambiaria ocurrida en Argentina se desencadenó por un desarme de posiciones en pesos por parte de fondos extranjeros por menos de mil millones de dólares.

## 5. CONCLUSIONES

En síntesis, en un escenario de reversión de flujos mundiales y potencial incremento en la aversión al riesgo global, la reclasificación de Argentina a “país emergente” en el MSCI contribuiría a acentuar la inserción de nuestro país en el Ciclo Financiero Global, fundamentalmente a través de la incorporación de activos nacionales a numerosos y variados ETFs. En primera instancia, la reclasificación limitada a los ADRs (American Depositary Receipts) argentinos, limita los efectos mencionados, sin anularlos, pero también los beneficios de esta suba en la calificación (reducción de los spreads y mayor apetito por los activos argentinos). Los flujos técnicos por inversiones pasivas, o de los inversores activos, se dirigirán a los ADRs, acciones cotizadas en plazas norteamericanas, limitadas a pocas acciones. Sin embargo, parte de la volatilidad del Ciclo Financiero Global será transmitida ya sea por la cotización de las acciones en la plaza local o por las presiones cambiarias que generen dinámicas opuestas en las cotizaciones en el país y en el exterior de las mismas acciones (*blue chip swap risk*). A su vez, existe un gran consenso de que esta reclasificación parcial es sólo una antesala de lo que será una reclasificación total en el futuro (siempre y cuando Argentina cumpla con todos los condicionamientos y la economía siga respirando).

En este contexto se vuelve fundamental contar con medidas macroprudenciales y regulaciones de la cuenta capital adecuadas que busquen evitar los efectos dañinos que puede causar sobre la economía nacional el ciclo financiero global. Retomando a Rey (2015), contar con control de capitales es clave si se quiere contar con una política monetaria independiente que pueda brindar estabilidad macroeconómica y contribuir al desarrollo nacional. Hasta el propio el FMI afirma en su último GFSR (abril, 2018) que los “*hacedores de política económica deben usar las herramientas macroprudenciales a su disposición más activamente para evitar los ciclos internacionales de crédito*” y que “*los controles de capital son una parte legítima del kit de herramientas de política económica*”. Es en este escenario en el cual el MSCI le exige a la Argentina que no regule la cuenta capital ya que “*revisaría su decisión de reclasificación si las autoridades argentinas introdujeran cualquier tipo de restricciones de acceso al mercado, tales como controles de capital o de divisas*”.

Por su parte, en 2015 el reconocido historiador económico Barry Eichengreen advertía en Bloomberg que “*la historia está llena de cadáveres de países que han abandonado precipitadamente los controles de capital*”<sup>7</sup>. Sin duda, nadie puede negar que

---

<sup>7</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-25/argentina-s-president-elect-playing-dangerous-game-with-the-peso>

la reciente salida masiva de capitales en los países emergentes golpeó a la Argentina con la guardia baja (fue el país que, por lejos, más depreció su moneda). La acelerada desregulación e integración financiera sobrepasó incluso las desregulaciones de muchos países considerados “emergentes” en el MSCI, en un mundo cruzado por la vuelta de las guerras comerciales y un anunciado empeoramiento de las condiciones financieras, tanto en las tasas libres de riesgo como en las primas de riesgo. Las estrategias de financiamiento e inserción no pueden ignorar este panorama (como hasta ahora) si se quiere evitar que la volatilidad financiera se traduzca en volatilidad cambiaria y, en consecuencia, en volatilidad en el nivel de actividad.

Así, como el experimento monetario más grande de la historia tuvo objetivos remediales, pero dejó nuevas fragilidades financieras alrededor del globo, la apuesta a que el efecto de aparecer en un índice pueda ampliar la demanda por activos argentinos y, así, financiar el frente externo, no debe ignorar las nuevas fragilidades que traen bajo el brazo este tipo de recalificaciones. A su vez, los problemas de fondo que nos llevaron a la última (costosa) corrida cambiaria siguen vigentes: la economía argentina financia cada mes enormes salidas de divisas con deuda externa y capitales especulativos. Por eso, si bien la recalificación del MSCI puede ser un paliativo de corto plazo ante la sangría de divisas, emergen nuevas y peligrosas vulnerabilidades.

## BIBLIOGRAFÍA

Ahmed, S. & Zlate, A. (2014). Capital flows to emerging market economies: A brave new world? *Journal of international Money and Finance*.

Avdjiev, S.; Hardy, B.; Kalemli-Ozcan, S. & Servén, L. (2017). Gross capital inflows to banks, corporates and sovereigns. NBER Working Papers 23116, National Bureau of Economic Research. January 2017.

BIS (2018) Vuelve la volatilidad. *BIS Quarterly Review*, Marzo 2018.

Borio, C. (2017). Secular stagnation or financial cycle drag?. *Business Economics*, 52(2), 87-98.

Borio, C., & Disyatat, P. (2009). Unconventional monetary policies: an appraisal, *BIS Working Papers No 292* (November).

Bruno, V. & Shin, H. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*.

Cerutti, E.; Stijn, C. & Puy, D. (2015). Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets; Why knowing lenders matters more than fundamentals”, *IMF Working Papers 15/127*, International Monetary Fund June 2015.

Chodorow-Reich, G. (2014). *Effects of unconventional monetary policy on financial institutions* (No. w20230). National Bureau of Economic Research.

Choi, W.; Taesu, K.; Geun-Young, K. & Byongju, L. (2017). Global liquidity transmission to emerging markets economies, and their policy responses. *Journal of international Economics*.

Fichtner, J., Heemskerk, E. M., & Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2), 298-326.

Griffin, J. M., & Shams, A. (2017). Manipulation in the VIX?. *The Review of Financial Studies*.

Iacoviello, Matteo and Gaston Navarro (2018). Foreign Effects of Higher U.S. Interest Rates. *International Finance Discussion Papers 1227*.

International Monetary Fund (2016). *Capital Control Measures: A New Dataset*, *IMF Economic Review* 64, 2016, 548-574.

International Monetary Fund (2018). *Global Financial Stability Report April 2018: A Bumpy Road Ahead*

Kindleberger, C. P., & O'Keefe, R. (2001). *Manias, panics and crashes*. Palgrave Macmillan.

Menna, L., & Tobal, M. (2018). *Financial and price stability in emerging markets: the role of the interest rate* (No. 717). Bank for International Settlements.

Minsky, H.P 1957a. Central banking and money market changes, *Quarterly Journal of Economics* 71: 171–187.

Minsky, H.P 1986c. The evolution of financial institutions and the performance of the economy, *Journal of Economic Issues* 20: 345-353

Sushko, V., & Turner, G. (2018). The implications of passive investing for securities markets. *BIS Quarterly Review*, 113.

Sushko, V., & Turner, G. (2018). The implications of passive investing for securities markets. *BIS Quarterly Review*, Marzo 2018

Taylor, John B. (2018) Capital Flows, the IMF's Institutional View, and An Alternative. Remarks at the Policy Conference "Currencies, Capital, and Central Bank Balances" Hoover Institution Stanford University May 4, 2018

Williams, T.; Converse, N. & Levy-Yeyati, E. (2018). How ETFs Amplify the Global Financial Cycle in Emerging Markets. Institute for International Economic Policy. January 2018.