

Este artículo ha sido elaborado por Irma Alonso, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

Los flujos internacionales de capital desempeñan un papel cada vez más relevante en la economía mundial. Durante las últimas décadas, la integración financiera internacional ha presentado un notable avance, debido entre otras razones a que numerosos países han seguido estrategias de liberalización de la cuenta financiera para beneficiarse de un mayor acceso a la financiación internacional. En efecto, la teoría económica pone de relieve que los flujos de capital son cruciales para la asignación eficiente de los recursos y el desarrollo global. Estos flujos facilitan a los inversores la diversificación del riesgo idiosincrásico y a sus receptores la mejora de su capacidad tecnológica y de gestión empresarial, además de promover la capacidad productiva, la competitividad y la eficiencia de su sistema financiero. Sin embargo, el mayor peso de la financiación externa aumenta también las vulnerabilidades de los países, ya que incrementa su exposición a perturbaciones globales o específicas de los inversores. De hecho, en los últimos años diversos factores como la orientación de las políticas monetarias en las economías avanzadas o la evolución de los precios de las materias primas han sido determinantes importantes de los flujos de capital hacia las economías emergentes, lo que está condicionando sus decisiones de política económica y financiera. Por eso, resulta relevante analizar con mayor detalle los determinantes de los flujos de capital.

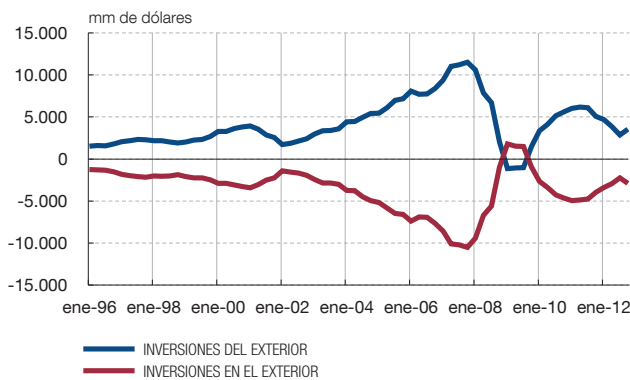
Mientras que la literatura tradicional se ha centrado en el análisis de los flujos netos (es decir, las entradas menos las salidas de capital), dada su importancia para determinar el tipo de cambio efectivo real y la competitividad, una nueva vertiente de la literatura ha destacado la relevancia de los flujos de capital brutos [Forbes and Warnock (2012) y Broner *et al.* (2013)], diferenciando entre el comportamiento de los inversores nacionales y el de los inversores extranjeros². El análisis de los flujos brutos es cada vez más relevante debido al significativo incremento que han experimentado desde principios del siglo XXI y a su creciente volatilidad. Como se observa en el gráfico 1, a partir de 2001 los flujos transfronterizos se dispararon; al inicio de la crisis financiera global, se contrajeron de forma significativa, y se recuperaron en 2010. Este proceso fue generalizado, pero se advierte un comportamiento diferencial entre las economías avanzadas, en las que el proceso fue más intenso, y las emergentes. Un análisis de los flujos netos minusvaloraría tanto el proceso de aumento previo a la Gran Recesión como su posterior corrección, por eso es importante que el análisis se realice en términos brutos. Además, las decisiones adoptadas por los inversores residentes y extranjeros pueden venir determinadas por factores diferentes.

Los flujos financieros desempeñan un papel central en la estabilidad financiera mundial. Los flujos de capital pueden favorecer la estabilidad financiera a través de la diversificación de riesgos, pero también hacen más dependientes a unos países de otros, al aumentar la correlación entre las condiciones financieras de diferentes economías. En ausencia de una adecuada

¹ Este artículo está basado en el Documento de Trabajo del Banco de España n.º 1531, *Institutional drivers of capital flows*.

² Se diferencia entre el comportamiento de los agentes residentes que invierten en el extranjero (salidas de capital) y los agentes extranjeros que invierten en el país declarante (entradas de capital). Este enfoque ya fue puesto de manifiesto en el artículo de Aitor Erce y Silvia Gutiérrez «El comportamiento de los flujos brutos de capital internacional y su respuesta en los períodos de crisis», *Boletín Económico*, Banco de España, febrero de 2011.

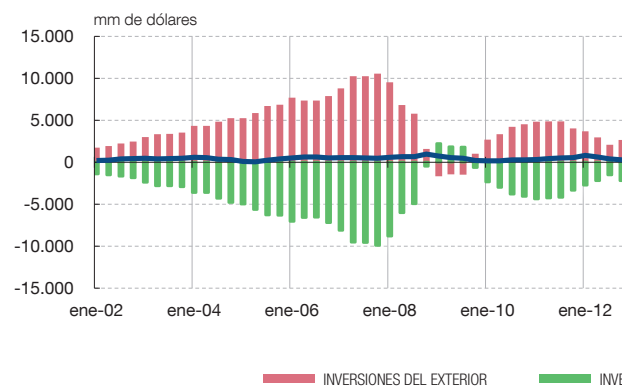
1 FLUJOS DE CAPITAL POR RESIDENCIA DE LOS INVERSORES (a)



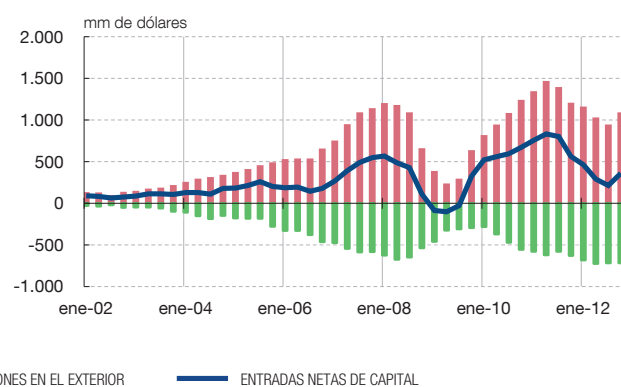
2 ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS EMERGENTES Y AVANZADOS



3 FLUJOS DE CAPITAL POR RESIDENCIA EN PAÍSES DE RENTA ALTA (b)



4 FLUJOS DE CAPITAL POR RESIDENCIA EN PAÍSES DE RENTA MEDIO-BAJA (c)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

- a Suma de los países incluidos en países de elevada renta y países de renta medio-baja.
- b Países de elevada renta: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea del Sur, Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hong Kong, Hungría, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Malta, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa, Singapur, Suecia y Suiza.
- c Países de renta medio-baja: Argentina, Brasil, Bulgaria, Colombia, Chile, China, Filipinas, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumanía, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Uruguay y Venezuela.

regulación y supervisión financieras, la apertura financiera puede crear incentivos para la toma excesiva de riesgos, fomentando el desarrollo de burbujas y favoreciendo flujos volátiles y más propensos a reversiones súbitas de capital. De hecho, la fuerte salida de flujos de capital a raíz de las crisis rusa y asiática (1998 y 1999) y los efectos contagio generados durante la crisis financiera global ponen de relieve la necesidad de una mejor comprensión de los determinantes de los flujos brutos de capital en periodos de estrés financiero. Es importante saber si las fuertes reducciones de la financiación neta exterior que se producen en esos casos vienen determinadas por una caída de la inversión de los no residentes en el país (*sudden stop*) o por una salida de capitales al exterior por parte de los residentes (*capital flight*). Del mismo modo, aunque no se produzca una caída en términos netos es relevante determinar, desde el punto de vista de la estabilidad financiera, si se ha producido una parada en las entradas de capital, compensada por una menor salida de capitales por parte de residentes.

En este trabajo se presenta un análisis empírico de los determinantes de los flujos financieros brutos, centrado en la relevancia de la calidad institucional, con un panel de datos de 56 países, que abarca desde 1996 hasta 2012. El objetivo es determinar si los mercados discriminan entre países dependiendo de sus instituciones, más allá de los determinantes económicos, domésticos y externos, considerados habitualmente, que se revisan en el

segundo apartado de este artículo. El análisis empírico, que se resume en el cuarto apartado, revela que, efectivamente, la calidad institucional es un factor significativo para explicar el comportamiento tanto de los inversores extranjeros como de los inversores nacionales. Los países con un entorno más favorable en términos de gobernanza y de credibilidad del sector público tienden a atraer más flujos de capital. Los aspectos más relevantes son los referidos a la capacidad de los Gobiernos para implantar políticas sólidas, fiables y creíbles. Estos resultados se amplían en el quinto apartado del artículo para evaluar el papel de las instituciones en la dinámica de los flujos financieros brutos en épocas de crisis. El análisis sugiere que los inversores residentes en países con un marco institucional más sólido tienden a repatriar más capital, mitigando parcialmente los efectos negativos de las menores entradas de capitales que tradicionalmente se producen en estas fases.

Evidencia empírica sobre los determinantes de los flujos de capital

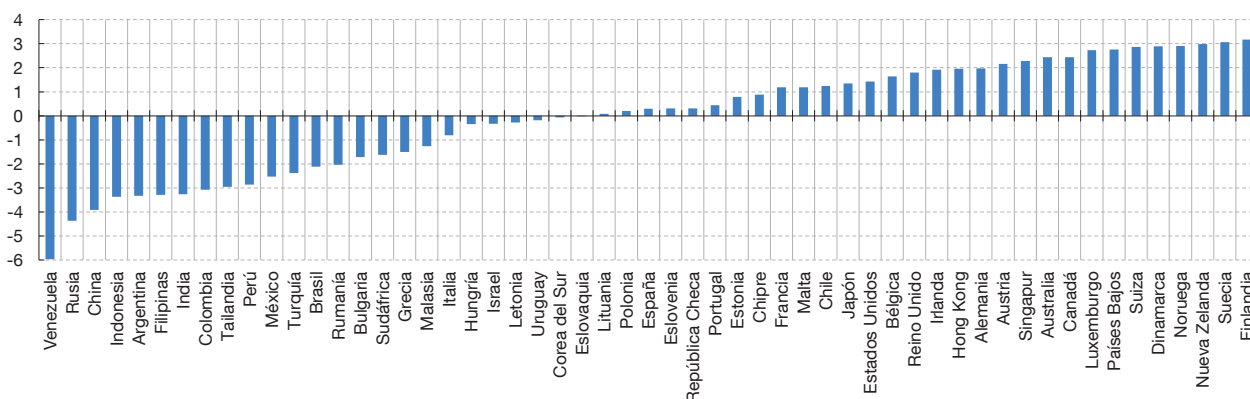
La literatura de los determinantes de los flujos de capital se ha centrado tradicionalmente en el análisis de la financiación en términos netos; es decir, la diferencia entre las entradas y las salidas de capitales. Estos análisis distinguen entre los factores inductores (*push factors*) y los factores de atracción (*pull factors*). Los primeros se asocian a factores externos, como la liquidez internacional o la aversión al riesgo. En concreto, Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) destacan la relevancia de los bajos tipos de interés en Estados Unidos para explicar la fuerte entrada neta de capitales en Latinoamérica en los años noventa. Dixit y Pindyck (1994) subrayan la relevancia del apetito al riesgo de los inversores. Recientemente, los análisis se han centrado en los efectos de la liquidez global [Bruno y Shin (2013)]. Los factores de atracción, idiosincrásicos de los países, han sido destacados por otra vertiente de la literatura; en concreto, la solidez de las políticas macroeconómicas y la calidad institucional. En este sentido, Papaioannou (2009) muestra cómo el nivel inicial de calidad institucional afecta a la financiación internacional. Fratzscher (2012) concluye que tanto los factores externos como los idiosincrásicos son relevantes dependiendo del período de tiempo analizado. Los factores globales desempeñarían un papel primordial en períodos de estrés financiero, mientras que en la etapa de recuperación económica los factores específicos de cada economía tenderían a ser más relevantes.

A raíz de la crisis financiera internacional, la atención se ha centrado en el análisis de los flujos brutos de capital y su comportamiento en épocas de estrés financiero. Broner *et al.* (2013) destacan la prociclicidad de los flujos brutos y su tendencia a colapsar en épocas de crisis. Forbes y Warnock (2012) distinguen entre diferentes episodios de volatilidad: desde el punto de vista de los inversores no residentes, se podría dar una fuerte entrada de capitales brutos (*surges*) o una significativa contracción de entradas de capital (*stops*); respecto a los inversores residentes, diferencian entre un fuerte aumento de las salidas de los flujos brutos (*capital flight*) y una reducción de las salidas brutas (*retrenchment*). Esta clasificación es relevante para distinguir entre el comportamiento de inversores nacionales y el comportamiento de inversores extranjeros en períodos de crisis.

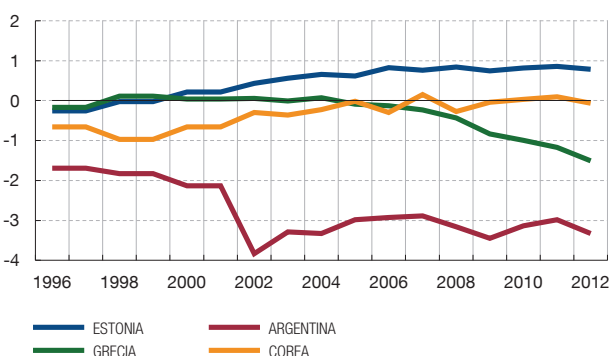
¿Cómo se caracteriza la calidad institucional?

A diferencia de la teoría neoclásica, que se centraba solo en analizar los derechos de propiedad a la hora de caracterizar la calidad institucional, en este trabajo se adopta una definición amplia de gobernabilidad. En concreto, siguiendo a Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2004), la calidad institucional se define en términos generales como «las tradiciones e instituciones mediante las cuales se ejerce la autoridad». Esta definición incluye el proceso político, las libertades civiles, la capacidad de los Gobiernos para implantar políticas sólidas y creíbles y el respeto a las instituciones. Como destacaron Acemoglu *et al.* (2005), el desempeño económico de un país está muy influenciado por su entorno institucional y político.

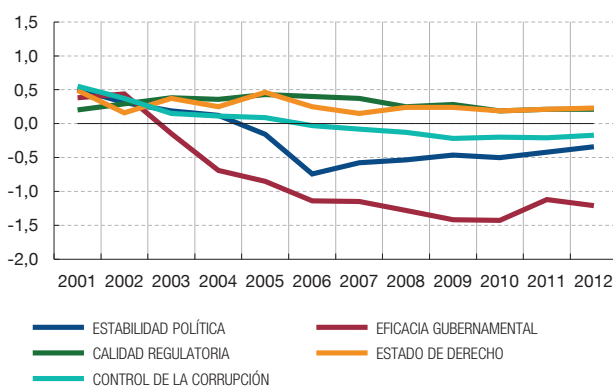
1 ÍNDICE DE CALIDAD INSTITUCIONAL. 2012 (a)



2 EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE CALIDAD INSTITUCIONAL (a)



3 EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES DE GOBERNABILIDAD DE UN PAÍS (b)



FUENTES: Indicadores mundiales de gobernabilidad del Banco Mundial y de Alonso (2015).

- a El índice se mueve entre -6,1 y 3,5, reflejando de menor a mayor calidad institucional.
- b Las puntuaciones de los indicadores de gobernabilidad varían entre -2,5 y 2,5; puntuaciones más altas reflejan una mayor calidad institucional.

Con el fin de evaluar el papel de la calidad institucional como determinante de los flujos de capital, este análisis se basa en un conjunto de variables institucionales provenientes de los indicadores mundiales de gobernabilidad, estimados por Kaufmann *et al.* (1999)³. Estos indicadores permiten evaluar la gobernabilidad en seis dimensiones diferentes: la transparencia y la rendición de cuentas de las autoridades, la estabilidad política y la ausencia de violencia, la eficacia del Gobierno, la calidad del marco regulatorio, el Estado de derecho y el control de la corrupción. Dada la elevada correlación entre dichos indicadores, se elabora un índice de calidad institucional mediante la extracción del autovector asociado al mayor autovalor⁴ del análisis de componentes principales de los seis indicadores de gobernabilidad. Este indicador sintético permite analizar el impacto de la calidad institucional sobre los flujos brutos de capital, reduciendo los errores de medición y solventando problemas de multicolinealidad. No obstante, a fin de discriminar entre las diferentes dimensiones institucionales, en un segundo paso se transforman las seis variables restando cada una de ellas su media

3 Estos autores utilizan un modelo de componentes observado para obtener las percepciones de gobernabilidad de cada país obtenidas a través de una amplia variedad de encuestas y de sondeos de expertos basadas en diferentes fuentes. Las puntuaciones varían entre -2,5 y 2,5, reflejando las puntuaciones más altas una mayor calidad institucional. Estos indicadores son publicados anualmente por el Banco Mundial.

4 Este es el componente que explica el mayor porcentaje del contenido informativo conjunto de todas las variables consideradas en el análisis de componentes principales.

Variables	Toda la muestra			Países de renta alta			Países de renta baja		
	Media	Mínimo	Máximo	Media	Mínimo	Máximo	Media	Mínimo	Máximo
Índice de calidad institucional	0,003	-6,051	3,503	1,448	-1,505	3,503	-2,352	-6,051	1,387
Rendición de cuentas	0,769	-1,682	1,826	1,178	-0,37	1,826	0,104	-1,682	1,244
Estabilidad política	0,395	-2,39	1,668	0,872	-1,623	1,668	-0,401	-2,390	1,058
Eficacia del Gobierno	0,948	-1,189	2,43	1,453	0,059	2,43	0,105	-1,189	1,278
Calidad regulatoria	0,929	-1,608	2,247	1,355	0,305	2,247	0,219	-1,608	1,645
Estado de derecho	0,798	-1,686	2	1,358	0,153	2	-0,136	-1,686	1,367
Control de la corrupción	0,848	-1,241	2,586	1,437	-0,254	2,586	-0,137	-1,241	1,562

FUENTE: Banco de España.

histórica a nivel de país. Esta transformación permite analizar el efecto de los cambios en los diferentes aspectos institucionales sobre las decisiones de los inversores.

El índice de calidad institucional creado presenta cierta variación, tanto entre países como a lo largo del tiempo (véase gráfico 2). En concreto, el índice oscila entre el -6,1 de Venezuela, que es el país que ostenta las instituciones más deficientes de la muestra utilizada, y el 3,5 de Finlandia, que, junto con Suecia, goza del entorno de gobernabilidad más favorable⁵. La variación temporal dentro de cada país es también significativa: mientras que, por ejemplo, Argentina y Grecia han registrado un empeoramiento de sus indicadores institucionales en el período analizado, Estonia y Corea han mejorado sustancialmente en términos de gobernanza. Asimismo, los indicadores de gobernabilidad aportan información relevante, que puede afectar a los flujos de capital. En el gráfico 2, se observa que hay diferencias significativas entre los distintos indicadores de gobernabilidad elaborados a nivel global. Es interesante determinar si algunos de estos factores —que también registran cierta variación temporal— son más importantes que otros de cara a la toma de decisiones de los inversores nacionales o extranjeros. El cuadro 1 muestra los estadísticos descriptivos de los indicadores de gobernabilidad antes de la transformación y del índice de calidad institucional.

Análisis de los determinantes institucionales de los flujos brutos

Para analizar la relación entre la calidad institucional y los flujos brutos de capital se selecciona una muestra de 56 economías (22 de ellas de renta baja y media)⁶, que presentan suficientes diferencias en su calidad institucional como para poder identificar su efecto si fuera relevante. Este panel es representativo de países desarrollados y emergentes. Se utilizan datos trimestrales desde el primer trimestre de 1996 hasta el último trimestre de 2012. El período elegido permite analizar la dinámica de los flujos de capital durante la crisis rusa y asiática (1998-1999), así como durante la crisis financiera global (2008-2009).

La estimación de panel permite evaluar el papel de la calidad institucional⁷ en la determinación de los flujos financieros, distinguiendo entre el comportamiento de los inversores residentes y el de los no residentes. Las variables dependientes son las entradas de flujos financieros por extranjeros y las salidas de flujos por residentes, desglosadas cada una de ellas en

5 Puntuaciones más altas indican mejor gobernanza.

6 A tenor de la clasificación del Banco Mundial de julio de 2010, los países de ingresos bajos y medios son aquellos con un ingreso nacional bruto per cápita, utilizando el método Atlas del Banco Mundial, de entre 976 dólares y 11.906 dólares.

7 Esta variable se incluye desfasada un período en las regresiones, ya que podría darse el caso de que existiera causalidad inversa si mayores entradas de capital fomentaran la implementación de reformas y de mejoras institucionales por parte de los Gobiernos receptores. También existirían problemas de endogeneidad si existiera alguna variable omitida que afectara tanto a los flujos de capital como a la calidad institucional.

Variables	Toda la muestra		Países de renta alta		Países de renta medio-baja	
	Entradas	Salidas	Entradas	Salidas	Entradas	Salidas
Índice de calidad institucional	0,187**	0,063	0,228**	0,462***	0,289***	-0,081
Otras variables de control incluidas						

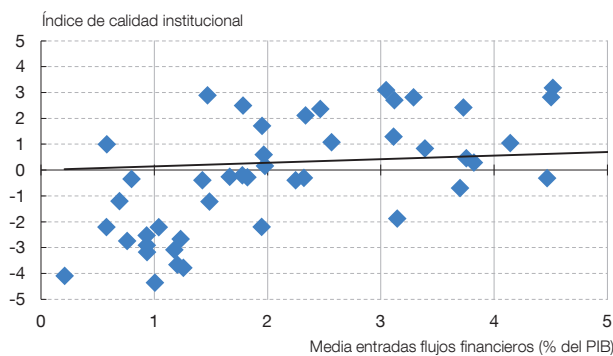
FUENTE: Banco de España.

- a El cuadro presenta los resultados del índice de calidad institucional de las estimaciones de panel utilizando efectos fijos y *dummies* temporales.
- b Los flujos de capital han sido normalizados utilizando el PIB del país y estandarizados eliminando la media y dividiendo por su desviación estándar. Otras variables de control incluyen el crecimiento del PIB, el *spread* de los tipos de interés a largo plazo, las ratios de deuda pública, de reservas y de crédito, el cuadrado de la ratio de crédito, el índice VIX, el crecimiento del PIB mundial y los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos. Los asteriscos *, **, *** indican significatividad al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Período muestral de 1996 a 2012.

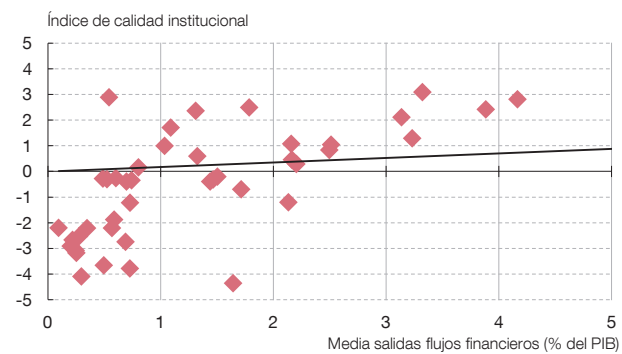
CALIDAD INSTITUCIONAL Y FLUJOS BRUTOS DE CAPITAL (a)

GRÁFICO 3

1 ENTRADAS FLUJOS FINANCIEROS Y CALIDAD INSTITUCIONAL



2 SALIDAS FLUJOS FINANCIEROS Y CALIDAD INSTITUCIONAL



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Alonso (2015).

- a Se calcula la media por país en el período analizado (1996-2012) del índice de calidad institucional y de las entradas de flujos financieros en términos del PIB para la muestra analizada.

inversión extranjera directa (IED), inversión en cartera (IC) y otra inversión (OI). Siguiendo a Broner *et al.* (2013), las seis medidas de flujos de capital, y las entradas y salidas agregadas, se normalizan por el PIB del país y se estandarizan. Además, en las regresiones se controla por variables globales y específicas que afectan al comportamiento de los flujos, como se ha identificado en la literatura empírica. En particular, las variables explicativas específicas utilizadas por país (factores *pull*) son el crecimiento del PIB, el *spread* de los tipos de interés a largo plazo, las ratios de deuda pública, de reservas y de crédito, y el cuadrado de esta última variable para captar posibles efectos no lineales; todas las variables se desfazan un trimestre para evitar problemas de endogeneidad. Por su parte, los factores globales (factores *push*) incluyen el índice VIX, utilizado como *proxy* de la aversión al riesgo global, el crecimiento del PIB mundial y los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos. Las regresiones también incluyen efectos fijos por país y *dummies* temporales para tener en cuenta factores idiosincrásicos de los países estables en el tiempo y perturbaciones globales. En una primera etapa, se incluye solo el índice de calidad institucional en el modelo genérico de datos de panel, y en el segundo paso se sustituye esa variable por los seis indicadores de gobernabilidad transformados, a fin de discriminar entre diferentes aspectos institucionales.

Los resultados⁸ muestran que los flujos brutos de capital están asociados de forma significativa con la calidad institucional (véanse cuadro 2 y gráfico 3) más allá de los tradicionales

8 Véase tabla 7 en Alonso (2015).

determinantes económicos y financieros. Una mejora en las instituciones tiende a favorecer las entradas brutas de capital en toda la muestra analizada, así como en las dos submuestras (países de elevados ingresos y de ingresos bajos-medios). De esta forma, parece que los países con un adecuado marco de gobernabilidad reducen la incertidumbre y tienden a atraer más inversiones, siendo este efecto especialmente relevante en los países de menor renta. En cuanto a las salidas brutas de capital, el signo de la calidad institucional es también positivo y significativo para las economías de renta elevada, lo que indica que las mejoras en la gobernanza favorecen la acumulación de ahorro en el exterior. Este resultado se interpreta en el sentido de que un marco institucional sólido permite la creación de un entorno de negocios adecuado que incentiva el crecimiento de empresas nacionales con capacidad para invertir en el exterior, impulsando la inversión en el extranjero. En cambio, para las economías de bajos ingresos, la calidad institucional tiene un efecto negativo, aunque no significativo, sobre las salidas de capitales: al mejorar la calidad institucional, los inversores parecen preferir invertir en su propio país en mayor medida en vez de hacerlo en el exterior.

Estos resultados vienen determinados principalmente por el comportamiento de la inversión extranjera directa y, en las economías de mayor renta, también por la dinámica de los flujos de cartera⁹. El ejercicio realizado muestra que la calidad institucional es un factor determinante para la IED. Diferentes argumentos apoyan este hecho. En primer lugar, el buen gobierno se asocia con un adecuado entorno de negocios que favorece la inversión. En segundo lugar, la corrupción tiende a aumentar los costes de inversión y reduce el valor actual neto de esta. Sin embargo, existe un efecto diferencial de la calidad institucional sobre la IED dependiendo del nivel de renta del país receptor. Mientras que la calidad institucional es un factor determinante para atraer la IED de los inversores extranjeros en los países de bajos ingresos, no es significativa en los países más ricos. Este comportamiento podría venir explicado por el diferente peso de los determinantes de la IED según la renta del país receptor. Siguiendo el enfoque ecléctico de Dunning¹⁰ (2001), los factores específicos (tecnología, capital humano especializado o conocimientos técnicos) serían los motores más comunes para explicar la IED en las economías más avanzadas, mientras que las ventajas de localización —dotación de recursos naturales y menores costes laborales— podrían desempeñar un papel más relevante en las economías menos desarrolladas.

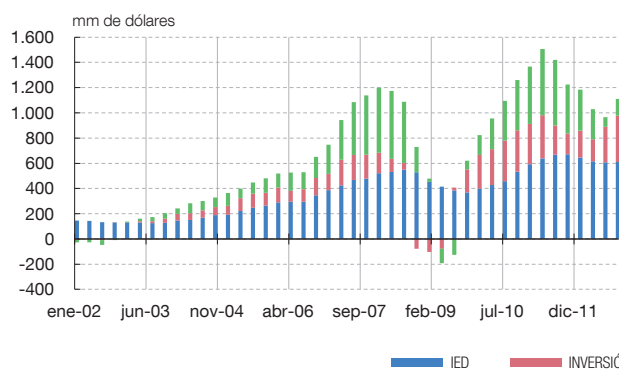
De hecho, en estas últimas los inversores podrían discriminar entre países según el grado de desarrollo institucional, dada la mayor sustituibilidad del resto de las ventajas de localización para atraer IED. Este comportamiento es coherente con la teoría económica dado que unas instituciones deficientes tienden a aumentar los costes de negociación y de ejecución. Por tanto, los agentes prefieren invertir en países en los que el marco institucional facilite el desarrollo de ventajas específicas de las empresas¹¹. No obstante, como señalan Globerman y Shapiro (2002), existen «rendimientos decrecientes» en las mejoras institucionales: cuanto más pobre es la economía, mayor es el impacto de la gobernabilidad en la atracción de flujos de IED. Este resultado es relevante dada la importancia que sigue teniendo la IED sobre el total de entradas de flujos financieros en las economías de menor renta frente al menor peso que representa en los países desarrollados (véase gráfico 4). Con respecto a las salidas de IED, un marco institucional sólido incentiva un entorno favorable de negocio, lo que impulsa la creación de empresas multinacionales, o con interés en internacionalizarse, que invierten no solo en su propio país, sino también en el

⁹ Véase tabla 10 en Alonso (2015).

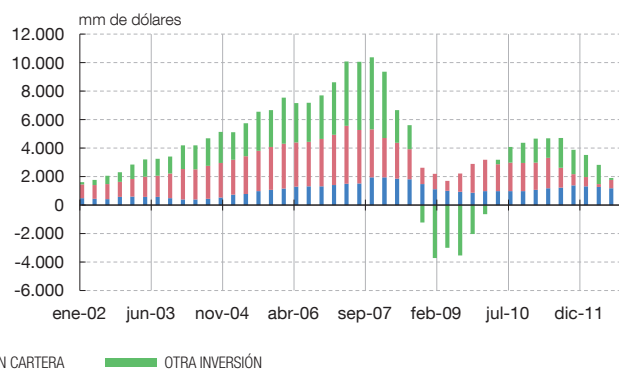
¹⁰ Según este enfoque, la IED vendría determinada por ventajas de posesión, de localización y de internalización.

¹¹ Esto está en línea con los resultados de Buchanan *et al.* (2012), Daude y Stein (2007) y Busse y Hefeker (2007), que proporcionan evidencia de que los flujos de IED se asocian positivamente a la calidad institucional.

1 ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN EMERGENTES, POR COMPONENTES (a)



2 ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN AVANZADOS, POR COMPONENTES (b)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

- a Países de renta medio-baja: Argentina, Brasil, Bulgaria, Colombia, Chile, China, Filipinas, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumanía, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Uruguay y Venezuela.
- b Países de elevada renta: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea del Sur, Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hong Kong, Hungría, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Malta, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa, Singapur, Suecia y Suiza.

extranjero. Por tanto, las salidas de IED se asocian también positivamente con el índice de calidad institucional en toda la muestra analizada.

Para chequear la robustez de los resultados obtenidos, estas regresiones se estiman también utilizando técnicas de variables instrumentales, aunque debido al instrumento seleccionado solo se puede emplear una submuestra de 25 países. Los resultados implican que, efectivamente, existe una relación de causalidad que va desde la calidad institucional hacia los flujos de capital y no a la inversa. La variable instrumental utilizada es la tasa de mortalidad de los colonizadores en los siglos XVII a XIX de Acemoglu, Johnson y Robinson (2000 y 2001)¹². Utilizando la tasa de mortalidad de los colonizadores europeos como variable instrumental de la calidad institucional, los resultados muestran que una mejora en el índice de calidad institucional tiene un efecto causal en las entradas y en las salidas brutas de capital, así como en los flujos de IED y de otra inversión.

El análisis sugiere también que determinados rasgos institucionales son más relevantes que otros (véase cuadro 3)¹³. La eficacia gubernamental y la calidad regulatoria son las variables institucionales con mayor poder explicativo y están asociadas positivamente con las entradas brutas de capitales de toda la muestra. Estas dos dimensiones de gobernabilidad miden la capacidad del Gobierno para implantar políticas adecuadas y creíbles. La primera mide la calidad y la independencia del sector público, la segunda se centra en las medidas y políticas que afectan al sector privado. Existe, sin embargo, un comportamiento diferencial dependiendo del nivel de renta del país receptor. Mientras que la eficacia

12 Estos autores argumentan que las instituciones están determinadas por la estrategia de la colonización europea, impulsada por dos factores: la tasa de mortalidad de los europeos en los países colonizados y la densidad de población indígena en esa época. Los colonizadores europeos que se trasladaban a países con condiciones de salud favorables establecían en esos países instituciones políticas y económicas muy similares a las europeas. Por el contrario, en las zonas donde los europeos se enfrentaban a altas tasas de mortalidad, los colonizadores tenían más probabilidades de establecer instituciones extractivas. El tipo de colonización ha influido en las estructuras institucionales posteriores. Es, además, un instrumento ampliamente utilizado en la literatura. Por ejemplo, Alfaro *et al.* (2008) utilizan las tasas de mortalidad de los colonos europeos como instrumento para las instituciones.

13 Véase tabla 12 en Alonso (2015).

Variables	Toda la muestra		Países de renta alta		Países de renta medio-baja	
	Entradas	Salidas	Entradas	Salidas	Entradas	Salidas
Rendición de cuentas	0,19	0,30	0,19	0,14	0,26	0,32
Estabilidad política	-0,19*	-0,24**	-0,48***	-0,35**	0,06	-0,06
Eficacia del Gobierno	0,39**	0,36***	0,47**	0,66***	-0,12	-0,58**
Calidad regulatoria	0,47***	-0,11	0,46*	0,31	0,72**	-0,18
Estado de derecho	-0,31	-0,05	-0,53	0,05	-0,40	-0,39
Control de la corrupción	0,09	0,00	0,16	0,13	0,01	-0,08

Otras variables de control incluidas

FUENTE: Banco de España.

- a El cuadro presenta los resultados de los seis indicadores de gobernabilidad de las estimaciones de panel utilizando efectos fijos y *dummies* temporales.
- b Los flujos de capital han sido normalizados utilizando el PIB del país y estandarizados eliminando la media y dividiendo por su desviación estándar. Otras variables de control incluyen el crecimiento del PIB, el *spread* de los tipos de interés a largo plazo, los ratios de deuda pública, de reservas y de crédito, el cuadrado de la ratio de crédito, el índice VIX, el crecimiento del PIB mundial y los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos. Los asteriscos *, **, *** indican significatividad al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Período muestral de 1996 a 2012.

del Gobierno parece ser un factor clave en los países de renta elevada, la calidad regulatoria es más relevante en países de ingresos bajos y medios. Esto implica que los inversores extranjeros prefieren los países con una política sólida y servicios públicos de mejor calidad. No obstante, en el caso de los países más pobres, los inversores extranjeros tenderán a discriminar a favor de los países con políticas que favorezcan el entorno de negocios, con buena supervisión bancaria y menor carga burocrática. Además, la eficacia del Gobierno no solo afecta a los inversores extranjeros, sino también a los inversores nacionales. La mejora de la calidad de la burocracia y de la credibilidad de las políticas mejora el entorno empresarial e incentiva la inversión en el extranjero para toda la muestra y en los países ricos. Sin embargo, la eficacia gubernamental tiene el efecto contrario en los países de bajos ingresos. Los inversores nacionales repatrián capital para invertir en su país de residencia cuando la credibilidad y la calidad del sector público mejoran.

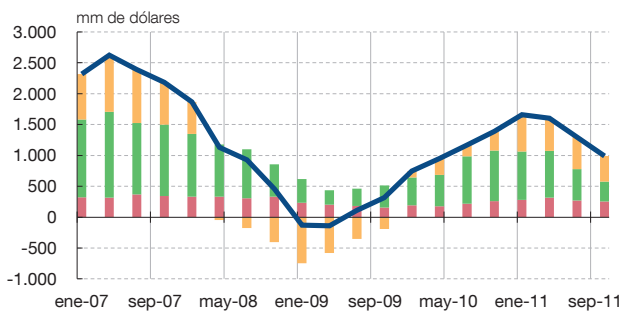
Las variables de control tienen el signo esperado y son robustas a las diferentes especificaciones. Tanto los factores específicos como los globales son relevantes para explicar la dinámica de los flujos de capital. Los flujos brutos son procíclicos, como ponen de relieve Broner *et al.* (2013). Los países con fundamentos económicos sólidos, reflejados en un fuerte crecimiento y menores ratios de deuda pública y externa, atraen más financiación. Un deterioro de los fundamentales de una economía favorece una mayor salida de flujos de inversores nacionales.

Impacto de la calidad institucional en épocas de crisis

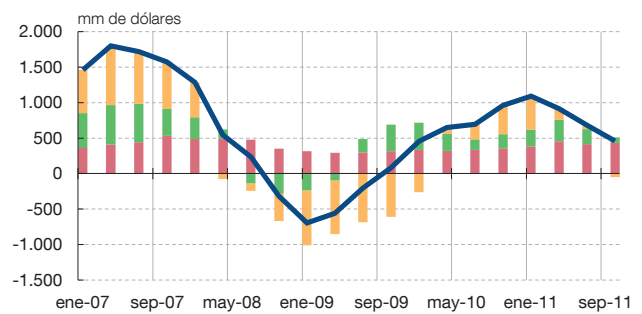
Con el fin de evaluar el papel de la calidad institucional durante los períodos de estrés financiero, se amplía el modelo presentado en el apartado anterior a través de la introducción de una variable binaria trimestral que identifica los períodos de crisis utilizando la base de datos de Laeven y Valencia (2008 y 2012), así como un término de interacción entre crisis y calidad institucional. El indicador de crisis incluye crisis bancarias, cambiarias y de deuda soberana, distinguiendo entre crisis nacionales y globales. Estas últimas corresponden a las crisis rusa y asiática (1998 y 1999) y a la crisis financiera global.

Los resultados muestran que en épocas de crisis globales o internas existe una contracción generalizada de los flujos transfronterizos (véase gráfico 5), aunque con diferente intensidad. Las entradas de capital por parte de los inversores extranjeros tienden a contraerse más que las salidas de capital por parte de los agentes nacionales, a excepción de

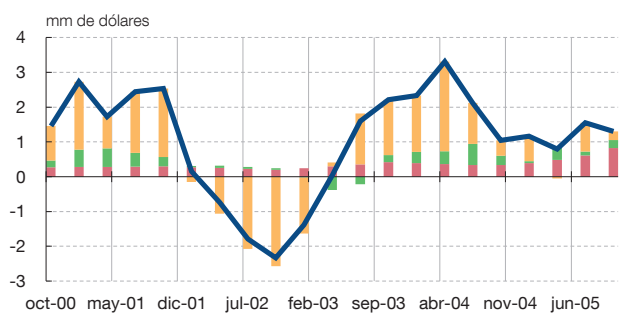
1 ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN ESTADOS UNIDOS DURANTE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL



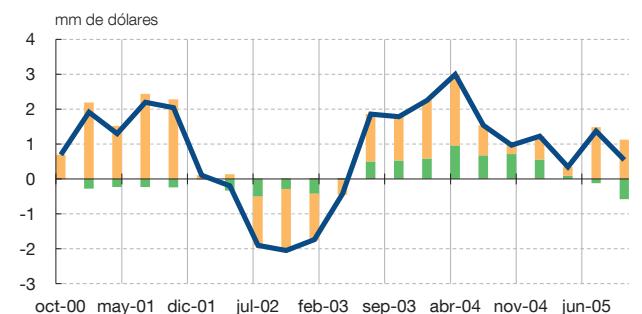
2 SALIDAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN ESTADOS UNIDOS DURANTE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL



3 ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN URUGUAY DURANTE LA CRISIS DE 2002



4 SALIDAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN URUGUAY DURANTE LA CRISIS DE 2002



■ IED ■ INVERSIÓN EN CARTERA ■ OTRA INVERSIÓN ■ TOTAL

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

los países menos desarrollados, en los que la repatriación de capitales es más fuerte. En estos países, además, la intensidad de la contracción tanto de las entradas como de las salidas de capital es mayor que en los países de mayor renta.

Las crisis parecen afectar, por tanto, a la relación de los flujos de capital brutos y a sus determinantes en el corto plazo, dado que los inversores se comportan de una manera más prudente, deshaciendo sus posiciones en el extranjero. En este contexto, las instituciones políticas parecen desempeñar un papel relevante. En concreto, los resultados sugieren que los inversores nacionales en los países con un marco institucional sólido tienden a repatriar más capital, compensando parcialmente los efectos negativos de la disminución de las entradas brutas de capital y reduciendo su impacto real sobre la economía. Es decir, los países con buenos indicadores de gobernabilidad son propensos a registrar menores salidas brutas de capital, o una mayor repatriación de fondos, en períodos de estrés financiero. Este efecto es especialmente relevante en los países de menor renta. En un contexto de incertidumbre, los inversores nacionales deciden desinvertir y repatriar flujos, aumentando el sesgo doméstico de sus carteras¹⁴. Esta tendencia será más relevante si son residentes en un país con un marco jurídico predecible y con un sistema de protección de derechos de la propiedad y cumplimiento de los contratos sólido. Por otra parte, la reversión de flujos hacia activos domésticos en países con buena calidad institucional tiende a ser mayor durante las crisis globales que durante las crisis nacionales, salvo en los países de menor renta. Finalmente, no existe evidencia empírica de que la calidad institucional mitigue la fuerte contracción de entradas brutas de capital.

14 Milesi-Ferretti y Tille (2001) obtienen resultados similares.

Conclusión

En este artículo se ha presentado un análisis empírico de la relevancia que tiene la calidad institucional en el comportamiento de los flujos financieros brutos, y del efecto diferencial de la existencia de un marco institucional adecuado en períodos de estrés financiero, ya sean crisis globales o nacionales.

El análisis, referido al período 1996-2012, permite constatar, en primer lugar, que la calidad institucional es relevante para explicar la dinámica de los flujos de capital a largo plazo. Las estimaciones muestran que el índice de calidad institucional está asociado positivamente con las entradas y con las salidas brutas de capital. Una mejora en las instituciones políticas atrae más financiación de inversores extranjeros, pero también favorece la inversión extranjera de los agentes nacionales, en los países de mayor renta, al mejorar las condiciones de negocio en estos países, lo que facilita la creación de empresas más dispuestas a invertir en el extranjero. Sin embargo, para las economías de menor renta, la calidad institucional tiene un impacto negativo, aunque no significativo, en las salidas brutas de capital, lo que implica que prevalece el efecto de que los inversores nacionales deciden invertir en su propio país en lugar de en el extranjero.

En segundo lugar, la calidad institucional permite también entender mejor el comportamiento de los inversores nacionales en períodos de crisis (bancaria, cambiaria o de deuda). En concreto, los países con un marco institucional más sólido registran menores salidas brutas de capital —es decir, una mayor desinversión y repatriación de flujos— en períodos de estrés financiero, independientemente de si se trata de una crisis global o específica. Este efecto puede suavizar los efectos de los *shocks* financieros, que reducen las entradas de capital en todo tipo de crisis y países. La repatriación de capitales de los agentes residentes puede compensar parcialmente los efectos de las reversiones súbitas de capital de los inversores extranjeros y su impacto negativo en la economía.

Con el objetivo de atraer más financiación o favorecer una mayor repatriación de capitales en períodos de estrés financiero, las autoridades pueden mejorar la calidad institucional y, en particular, la eficacia gubernamental y la calidad regulatoria, que son los indicadores institucionales más relevantes para explicar los determinantes de los flujos de capital. En consecuencia, los Gobiernos deberían centrarse en fomentar la transparencia, aumentar el grado de independencia de las instituciones públicas, reducir las cargas administrativas y mejorar la integración de las políticas regulatorias a fin de impulsar la actividad del sector privado.

4.1.2016.

BIBLIOGRAFÍA

- ACEMOGLU, D., S. JOHNSON y J. A. ROBINSON (2000). *The colonial origins of comparative development: An empirical investigation*, n.º w7771, National Bureau of Economic Research.
- (2001). *Reversal of fortune: Geography and institutions in the making of the modern world income distribution*, n.º w8460, National Bureau of Economic Research.
- (2005). «Institutions as a fundamental cause of long-run growth», *Handbook of economic growth*, 1, pp. 385-472.
- ALBEROLA, E., A. ERCE y J. M. SERENA (2012). *International reserves and gross capital flows. Dynamics during financial stress*, Documentos de Trabajo, n.º 1211, Banco de España.
- ALFARO, L., S. KALEMLI-OZCAN y V. VOLOSOVYCH (2008). «Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation», *The Review of Economics and Statistics*, 90 (2), pp. 347-368.
- ALONSO, I. (2015). *Institutional drivers of capital flows*, Documentos de Trabajo, n.º 1531, Banco de España.
- BRONER, F., T. DIDIER, A. ERCE y S. L. SCHMUKLER (2013). «Gross capital flows: Dynamics and crises», *Journal of Monetary Economics*, 60 (1), pp. 113-133.
- BRUNO, V., y H. S. SHIN (2013). *Capital flows, cross-border banking and global liquidity*, n.º w19038, National Bureau of Economic Research.
- BUCHANAN, B., Q. LE y M. RISHI (2012). «Foreign direct investment and institutional quality. Some empirical evidence», *International Review of Financial Analysis*, 21, pp. 81-89.
- BUSSE, M., y C. HEFEKER (2007). «Political risk, institutions and foreign direct investment», *European journal of political economy*, 23 (2), pp. 397-415.

- CALVO, G. A., I. LEIDERMAN y C. M. REINHART (1993). *Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors*, Staff Papers-International Monetary Fund, pp. 108-151.
- DAUDE, C., y E. STEIN (2007). «The quality of institutions and foreign direct investment», *Economics & Politics*, 19 (3), pp. 317-344.
- DIXIT, A. K., y R. S. PINDYCK (1994). *Investment under uncertainty*, Princeton University Press.
- DUNNING, J. H. (2001). «The eclectic (OLI) paradigm of international production: past, present and future», *International Journal of the Economics of Business*, 8 (2), pp. 173-190.
- ERCE, A., y S. GUTIÉRREZ (2011). «El comportamiento de los flujos brutos de capital internacional y su respuesta en los períodos de crisis», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- FORBES, K. J., y F. E. WARNOCK (2012). «Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment», *Journal of International Economics*, 88 (2), pp. 235-251.
- FRATZSCHER, M. (2012). «Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis», *Journal of International Economics*, 88 (2), pp. 341-356.
- GLOBERMAN, S., y D. SHAPIRO (2002). «Global Foreign Direct Investment Flows: The role of Governance Infrastructure», *World Development*, 30 (11), pp. 1899-1919.
- KAUFMANN, D., A. KRAAY y M. MASTRUZZI (2004). «Governance matters III: Governance indicators for 1996, 1998, 2000, and 2002», *The World Bank Economic Review*, 18 (2), pp. 253-287.
- LAEVEN, L., y F. VALENCIA (2008). *Systemic banking crises: a new database*, IMF Working Papers, pp. 1-78.
- (2012). *Systemic banking crises database: An update*.
- MILESI-FERRETTI, G. M., y C. TILLE (2011). «The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis», *Economic Policy*, 26 (66), pp. 289-346.
- PAPAIOANNOU, E. (2009). «What drives international financial flows? Politics, institutions and other determinants», *Journal of Development Economics*, 88 (2), pp. 269-281.