

EL COMPORTAMIENTO DE LOS FLUJOS BRUTOS DE CAPITAL INTERNACIONAL
Y SU RESPUESTA EN LOS PERÍODOS DE CRISIS

El comportamiento de los flujos brutos de capital internacional y su respuesta en los períodos de crisis

Artículo elaborado por Aitor Erce y Silvia Gutiérrez, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

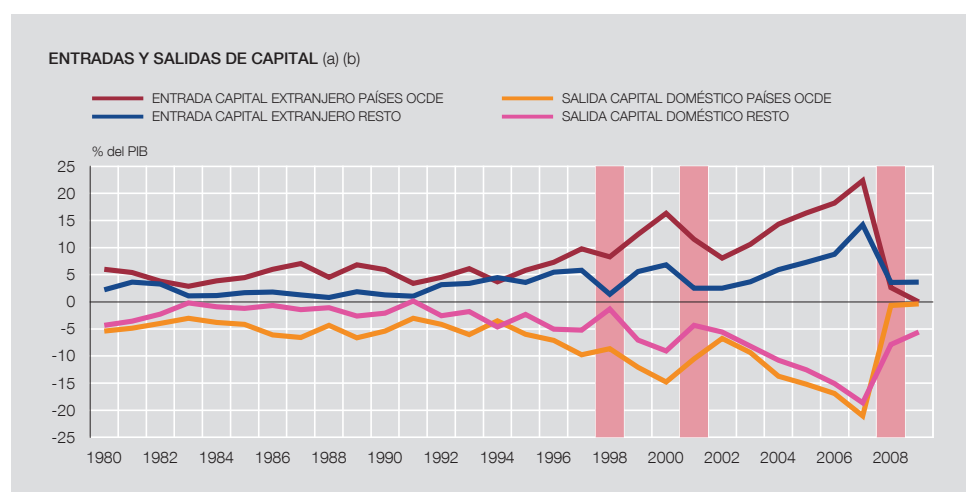
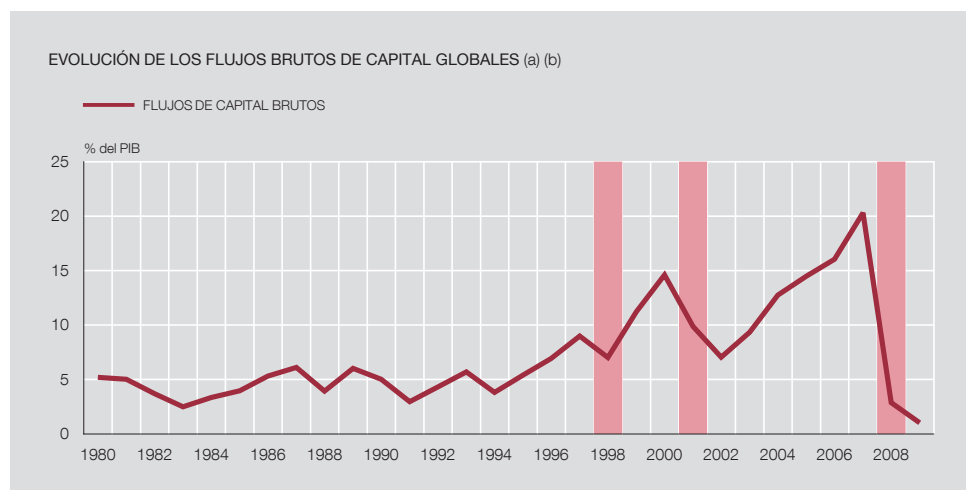
Introducción

Durante las últimas décadas, los flujos de capital internacionales han aumentado intensamente al hilo del proceso de globalización económica y financiera. De este modo, como se observa en el gráfico 1, que recoge el comportamiento de los flujos globales de capital desde los años ochenta, los flujos se han multiplicado por cinco en los últimos quince años, y pasaron de representar menos del 5 % del PIB mundial a principios de los años noventa a casi el 20 % en el período previo a la crisis. La expansión de los flujos de capital ha sido generalizada, afectando tanto a los flujos de los residentes —de salida— como a los extranjeros —de entrada—, sea en los países OECD o en las economías emergentes y en desarrollo. De este modo, la evolución de los flujos brutos ha jugado un papel creciente en la evolución económica de las economías avanzadas y emergentes y, en particular, en los períodos de inestabilidad financiera —indicados en los gráficos por un área sombreada— que están asociados con episodios de *retramiento* del capital internacional. Esta importancia se ha hecho especialmente evidente en la reciente crisis económica, durante la cual la práctica totalidad de los países sufrieron un proceso simultáneo de reducción de los flujos de entrada y de salida de capitales, con graves consecuencias para la actividad global. Tras el intenso proceso de integración financiera que tuvo lugar con anterioridad a la crisis, no puede afirmarse aún si este episodio de retramiento de los flujos de capitales es un fenómeno transitorio o indica que los elevados niveles eran insostenibles.

En este contexto, resulta llamativa la falta de trabajos empíricos orientados a entender el comportamiento de los flujos brutos de capitales, tanto domésticos como extranjeros, y la interacción entre ellos, a lo largo del ciclo económico y, en particular, en períodos de inestabilidad financiera. Esta escasez contrasta con la gran cantidad de estudios enfocados a desentrañar el comportamiento de los flujos netos de capitales y de inversión directa en el exterior². Solo en la literatura sobre frenazos de capital (*sudden stops*) comienza a haber contribuciones que analizan el peso específico de los capitales domésticos y extranjeros en estos episodios [Rothenberg y Warnock (2011), por ejemplo]. Asimismo, dentro de la literatura teórica existen contribuciones con implicaciones diametralmente opuestas para el comportamiento de los flujos brutos de entrada y de salida. Por un lado, algunos trabajos argumentan que los flujos de capital se mueven principalmente como consecuencia de *shocks* de productividad, lo cual implica que flujos de entrada y de salida se comportan de forma simétrica, es decir, residentes y no residentes se mueven en la misma dirección, sea hacia fuera o hacia dentro del país. Por otro lado, existen teorías que dan más peso a factores como la información asimétrica o el entorno institucional³, que se materializaría en un comportamiento asimétrico entre flujos de entrada y de salida. Estas teorías predicen un comportamiento opuesto de residentes y no residentes.

El objetivo de este artículo es presentar una serie de hechos estilizados referentes al comportamiento de los flujos brutos de capital que permitan mejorar el conocimiento de su dinámica, en particular en torno a los períodos de estrés financiero, como el actual.

1. Este artículo está basado en *Gross Capital Flows: Dynamics and Crises*, Documentos de Trabajo, n.º 1039, Banco de España, de Aitor Erce junto con Fernando Broner (CREI), Tatiana Didier y Sergio Schmukler (ambos con el Banco Mundial). Para detalles adicionales a los contenidos en este artículo, véase el documento de referencia. 2. Véase Calvo et ál. (2008), así como las referencias allí incluidas. 3. En la terminología anglosajona se define como *enforcement problem*. Véase Broner et ál. (2010).



FUENTES: International Financial Statistics, World Economic Outlook y cálculos del Banco de España.

- a. La muestra utilizada es de 103 países, que representan más del 95 % del PIB mundial.
- b. Las áreas sombreadas reflejan episodios de crisis generalizadas vividos en los años 1998, 2001 y 2008.

Los principales resultados son los siguientes: i) la volatilidad de los flujos brutos, tanto de las entradas de capital extranjero como de las salidas de capital doméstico, ha aumentado notablemente en las últimas cuatro décadas, en paralelo con su nivel; ii) el aumento de volatilidad de los flujos brutos no se ha traducido en mayor volatilidad de los flujos netos, posiblemente debido a la creciente correlación entre entradas y salidas; iii) los flujos de capital brutos son procíclicos: durante las expansiones los extranjeros invierten en activos domésticos y los residentes invierten en activos internacionales; iv) durante las crisis, especialmente las severas, hay una reducción de los flujos brutos, tanto de entrada como de salida, lo que, para las economías emergentes, desafía la noción preestablecida de que en períodos de crisis se produce una huida de capitales (que supondría un incremento de las salidas de capital doméstico), y v) la respuesta de los distintos tipos de flujo tras las crisis, tanto en las entradas como en las salidas, es heterogénea. Desde el punto de vista teórico, estos resultados parecen validar las hipótesis de un comportamiento asimétrico de los diferentes agentes financieros, basadas en teorías asociadas con información asimétrica o con barreras institucionales. Por último, aunque el análisis en este ámbito aún es preliminar, cabe señalar que la reducción de los flujos de entrada y de salida de capitales observada en la crisis actual, a pesar de su intensidad, no es cualitativamente diferente a la experimentada en crisis anteriores, tanto en economías desarrolladas como en emergentes.

El artículo se divide en cuatro partes. En la primera sección se explica la construcción de la base de datos y se describe brevemente el comportamiento de los flujos. En la segunda, se realiza un análisis econométrico del comportamiento conjunto de los flujos brutos y se investiga su evolución a lo largo del ciclo económico. En la tercera parte, se analiza la respuesta de los flujos brutos a los períodos de estrés o crisis financiera, a través de un análisis de eventos. Finalmente, a la luz de los resultados obtenidos se valoran las diferentes teorías existentes sobre el comportamiento de los distintos inversores residentes e internacionales en los períodos de crisis.

Datos sobre flujos brutos de capital

En este trabajo se analizan los datos sobre flujos de capital agregados y sus distintos componentes procedentes de la base analítica de las estadísticas de balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional. Esta base contiene datos a nivel de país sobre diferentes tipos de flujos de capital medidos en dólares con frecuencia anual desde 1970 hasta 2009. Los flujos están clasificados como inversión directa exterior (IDE), inversión de cartera —en acciones o bonos—, otros flujos de inversión —préstamo y crédito, principalmente— y activos de reserva. A su vez, los flujos de cartera se subdividen en valores de renta variable y de deuda⁴. Todas estas categorías están disponibles tanto para los flujos relacionados con residentes —flujos de salida— como para los flujos de no residentes —de entrada—. Con estos datos se computan medidas de flujos agregados de entrada (extranjeros) y de salida (residentes). Los flujos de entrada de capital extranjero se obtienen de agregar IDE, inversiones de cartera y otras inversiones. Los flujos de salida de capital doméstico incluyen, además de los análogos de las tres categorías anteriores, las reservas internacionales.

La muestra escogida de países está basada fundamentalmente en la disponibilidad de datos. Para evitar sesgos asociados a flujos de ayuda oficial y a los paraísos financieros, que pueden comportarse de manera diferencial por su carácter especial, se eliminaron de la muestra los países de menores ingresos (con renta per cápita inferior a 2.000 dólares USA) y aquellos más pequeños (con un producto nacional bruto menor de 4.000 millones de dólares USA). Tras esta selección se dispone de información para 103 países, que subdividimos en tres grupos de acuerdo con su nivel de renta: avanzados, de renta media o emergentes y en desarrollo, con renta per cápita superior a 15.000 dólares anuales, entre 7.500 y 15.000, y menos de 7.500, respectivamente. El conjunto de la muestra representa más del 95% del PIB mundial.

Una descripción del comportamiento de los flujos de capital y su relación con otras variables cíclicas

El gráfico 1 sugiere una correlación significativa entre el comportamiento de residentes y extranjeros, tanto en períodos tranquilos como en períodos de turbulencias económicas. Este comportamiento agregado tiende a reproducirse a nivel individual de cada país. En el cuadro 1 se presentan una serie de estadísticos descriptivos que permiten reforzar esta intuición y comenzar a analizar el comportamiento del conjunto de los flujos de extranjeros y de residentes. Las medianas de las medias por país reflejan cómo los flujos brutos han crecido especialmente en los países avanzados a lo largo de las últimas cuatro décadas, mientras que en las economías emergentes y en los países en desarrollo el salto cuantitativo se ha producido en la última década, pues los años ochenta experimentaron una notable reducción y en los noventa no alcanzaron los niveles previos. La tabla también muestra cómo la volatilidad de los flujos brutos ha crecido de forma significativa con el tiempo, mucho más que la de los flujos netos, es decir, la diferencia entre entradas y salidas. Sin embargo, hasta la última década, la volatilidad de los flujos netos a países emergentes era mayor que la de sus componentes brutos, comportamiento que se ha revertido desde entonces, equiparándose al observado en los países avanzados.

4. Nótese que tanto flujos de agentes públicos como privados están incluidos en esta base de datos.

	Países avanzados		Países emergentes		Países en desarrollo	
	Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar
Salida de capital doméstico	8,33	8,05	3,78	5,10	2,87	3,87
Década de 1970	3,43	2,29	3,34	2,96	2,07	1,77
Década de 1980	3,78	3,09	1,40	2,71	0,54	2,06
Década de 1990	6,56	5,32	2,80	3,32	2,54	3,03
Década de 2000	17,71	8,13	6,44	4,86	3,73	3,35
Entrada de capital extranjero	8,89	7,81	4,83	6,06	4,07	5,21
Década de 1970	4,73	2,66	5,08	3,07	5,62	2,29
Década de 1980	4,79	3,47	0,83	4,03	3,99	3,37
Década de 1990	7,00	5,54	3,96	4,12	4,43	4,16
Década de 2000	15,16	9,16	5,58	4,96	4,22	3,93
Flujos de capital netos	0,64	3,92	1,29	5,62	2,08	5,51
Década de 1970	1,64	2,41	3,37	3,94	3,54	3,09
Década de 1980	1,42	2,71	0,39	5,56	2,71	4,11
Década de 1990	0,87	2,79	0,82	4,23	1,28	4,18
Década de 2000	-0,18	3,60	1,90	3,94	0,56	4,37
Número de países	39		26		38	

FUENTES: International Financial Statistics, World Economic Outlook y cálculos del Banco de España.

- a. El cuadro muestra el valor mediano de los flujos promedio y de las desviaciones estándar de cada país a lo largo de la década de referencia.
 b. Los flujos de capital han sido normalizados utilizando el PIB tendencial. El período muestral va de 1970 a 2009.

CORRELACIÓN ENTRE FLUJOS DE CAPITAL POR DÉCADAS. PARÁMETRO DE LA REGRESIÓN DE SALIDAS SOBRE ENTRADAS DE CAPITAL (a) (b)

	Países avanzados	Países emergentes	Países en desarrollo
Década de 1980	0,48**	0,28	0,09
Década de 1990	0,83***	0,23***	0,38***
Década de 2000	0,93***	0,65***	0,31***
Muestra total	0,78***	0,44***	0,27***

FUENTES: International Financial Statistics, World Economic Outlook y cálculos del Banco de España.

- a. El cuadro presenta el parámetro de la regresión utilizando efectos fijos por país. Los flujos de capital han sido normalizados utilizando el PIB tendencial y estandarizados eliminándoles la media y dividiéndolos por su desviación estándar. El período muestral es de 1970 a 2009.
 b. *, ** y *** indican significatividad al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Para ver si este patrón de globalización financiera generalizada es robusto desde un punto de vista estadístico, se realiza el siguiente análisis de regresión:

$$\text{Flujos de capital doméstico}_{c,t} = \alpha + \beta \cdot \text{Flujos de capital extranjero}_{c,t} + \text{Controles} + \text{Residuo}_{c,t}$$

donde los *controles* recogen variables adicionales incorporadas en el análisis como tendencias por país o variables ficticias (*dummies*) de tiempo o de país. Los subíndices se refieren al país (c) y al año (t). Los resultados, que aparecen en el cuadro 2, muestran evidencia muy robusta de que los flujos de capital extranjero y los flujos de capital doméstico están correlacionados positivamente. Cuanto más invierten los extranjeros en un país, más invierten los residentes del mismo fuera. La tabla muestra estimaciones de esta correlación por décadas y para el conjunto de la muestra para los tres grupos de países. En general, los coeficientes presentan una

	Entrada de capital extranjero	Salida de capital doméstico
ECONOMÍAS AVANZADAS		
Flujos de capital netos	0,25***	-0,24***
Crecimiento del PIB	3,58**	5,20***
ECONOMÍAS EMERGENTES		
Flujos de capital netos	0,63***	-0,26**
Crecimiento del PIB	3,90***	3,18***
ECONOMÍAS EN DESARROLLO		
Flujos de capital netos	0,72***	-0,39***
Crecimiento del PIB	3,02***	2,95***

FUENTES: International Financial Statistics, World Economic Outlook y cálculos del Banco de España.

a. La tabla presenta el parámetro de la estimación de panel utilizando efectos fijos. Cada línea es una estimación diferente. Todas las regresiones incluyen tendencias por país. Los flujos de capital han sido normalizados utilizando el PIB tendencial y estandarizados eliminando la media y dividiéndolos por su desviación estándar. El período muestral es de 1970 a 2009.

b. *, ** y *** indican significatividad al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

tendencia creciente en el período analizado, a la vez que la correlación se hace más significativa. No obstante, es en los países avanzados donde se aprecia más claramente ese patrón. Así, en esos países se ve cómo la correlación, además de ser significativa desde la década de los ochenta, aumenta a su vez de forma sostenida. En el resto de países, la correlación es positiva y estadísticamente significativa desde los años noventa. No obstante, si bien se aprecia un aumento en el grado de correlación en los países de renta media, en el caso de los países en desarrollo esa correlación disminuye en la década más reciente. La correlación existente entre las entradas y las salidas de capital, aunque salpicada por períodos de retracción transitoria en períodos de crisis, respalda la intensificación de la integración financiera internacional.

Para estudiar las características cíclicas de los flujos brutos de capital, comparando su comportamiento con los flujos netos y una serie de indicadores del ciclo económico, se estiman las siguientes regresiones:

$$\text{Flujos de capital doméstico}_{c,t} = \alpha + \beta \cdot X_{c,t} + \text{Controles} + \text{Residuo}_{c,t}$$

$$\text{Flujos de capital extranjero}_{c,t} = \alpha + \beta \cdot X_{c,t} + \text{Controles} + \text{Residuo}_{c,t}$$

donde X representa el conjunto de variables cíclicas que se utilizan alternativamente en las regresiones: bien los flujos netos de capital, bien el componente cíclico medido a través de la tasa de crecimiento del PIB real, y los *controles* recogen variables adicionales incorporadas en el análisis como tendencias por país o variables ficticias (*dummies*) de tiempo o de país. El cuadro 3 recoge un resumen de los resultados. Las principales conclusiones que se extraen son las siguientes. Respecto a los flujos netos, se observa que están más fuertemente asociados con las entradas de capital, es decir, los flujos brutos de capital extranjero. Esto es así especialmente en el caso de países de renta media y baja, mientras que en los países avanzados la diferencia no es significativa. Estos resultados sugieren que los flujos netos de capital están explicados principalmente por el comportamiento de los inversores residentes en economías avanzadas⁵. Con respecto a la correlación entre los flujos brutos y el ciclo económico,

5. Dada la alta correlación existente, por construcción, entre los flujos netos y los brutos, se realiza el mismo análisis considerando la balanza comercial (la otra cara de la balanza de pagos) en lugar de los flujos netos. Los resultados obtenidos confirman los resultados del cuadro 3.

El comportamiento de los flujos brutos durante las crisis financieras

los resultados señalan que las salidas de capital son procíclicas, especialmente en países avanzados. En cambio, en los países emergentes las entradas presentan un perfil más correlacionado positivamente con el ciclo. En los países en desarrollo, el comportamiento es similar en ambos tipos de flujos.

El análisis de eventos permite profundizar en el comportamiento de los flujos brutos durante períodos de estrés financiero. Los resultados confirman que la integración tiende a ocurrir durante etapas expansivas, mientras que en épocas de recesión y de crisis se produce una desglobalización.

Para poder analizar el comportamiento de los flujos brutos durante períodos de crisis financiera, se utiliza una batería de tres indicadores que recogen diferentes tipos de estrés financiero: cambiarios, bancarios e impagos soberanos (domésticos y externos). La selección y datación de cada crisis se ha realizado a partir de los análisis de referencia en esta literatura⁶. Con estos indicadores se elabora un indicador compuesto que considera como períodos de crisis aquellos en los que cualquiera de los tres indicadores de referencia señala la existencia de algún tipo de estrés. Además de esta clasificación «simple», se construye otro indicador que permite distinguir los episodios de crisis por su intensidad —crisis moderadas y crisis intensas—, según se dé un solo tipo de estrés o más de uno en un momento del tiempo.

El cuadro 4 recoge algunos estadísticos descriptivos que comparan el comportamiento de los flujos promedio de entrada y de salida durante períodos turbulentos y períodos tranquilos⁷. Para ello, se considera como turbulento el período de cinco años en torno a un episodio de estrés, es decir, el año de la crisis y los dos años anteriores y posteriores. En general, se observa una reducción de los flujos de capital tanto por inversores residentes como no residentes durante los períodos turbulentos. Los flujos netos, medidos con respecto al PIB tendencial, aumentan para los países de renta alta y baja, manteniéndose a un nivel similar en el caso de los países de renta media. El repunte de los flujos netos se debe a que, mientras que en períodos normales las salidas y entradas se mantienen en niveles muy similares, en períodos turbulentos la caída de los flujos de salida es mayor que la de los flujos de entrada. Así, en los países avanzados, los flujos provenientes del exterior caen en promedio cerca del 50 % (de 13,7 % a 7,5 % del PIB tendencial), mientras que la CE aumenta en más del 60 % (de 13,9 % a 4,92 %), considerando ambos en relación con el PIB. En cambio, para los países de renta media, las variaciones observadas en los flujos de entrada y de salida son similares, lo cual se refleja en una diferencia muy pequeña en los flujos netos en períodos con y sin crisis. En los países en desarrollo, aunque también aumentan los flujos netos, se debe en gran parte a la disminución en los flujos domésticos de salida⁸.

Con el fin de realizar un análisis más exhaustivo y formal, se utiliza el panel de datos para realizar un análisis de eventos. Así, se regresan los flujos de capital doméstico y los flujos de capital extranjero sobre variables ficticias —que recogen los cinco años de la ventana definida más arriba— y sobre otros controles más generales, como en las regresiones anteriores. En el cuadro 5 se recoge un resumen cualitativo de algunos resultados, en concreto la significatividad de la respuesta en el año de crisis respecto al período previo⁹.

6. Los datos de crisis cambiarias se obtuvieron aplicando la metodología de Laeven y Valencia (2008); los de crisis bancarias provienen de Honohan y Laeven (2005) y Reinhart y Rogoff (2008). Finalmente, los impagos soberanos, tanto domésticos como externos, provienen de S&P y Reinhart y Rogoff (2008). 7. Aquí se utilizan medias en vez de medianas porque permite identificar más claramente las diferencias entre períodos tranquilos y las crisis. 8. Las conclusiones analizando flujos estandarizados son cualitativamente similares. 9. Los resultados econométricos de esta sección aparecen en las tablas 5 a 9C del documento de referencia.

	Países avanzados	Países emergentes	Países en desarrollo
FLUJOS DE CAPITAL NETOS			
Períodos tranquilos	-0,18	0,76	1,73
Períodos de crisis	2,58	-0,02	1,29
FLUJOS DE CAPITAL BRUTOS TOTALES			
Períodos tranquilos	27,53	13,66	8,45
Períodos de crisis	12,43	-5,21	4,62
ENTRADA DE CAPITAL EXTRANJERO			
Períodos tranquilos	13,67	7,21	5,09
Períodos de crisis	7,50	-2,62	2,96
SALIDA DE CAPITAL DOMÉSTICO			
Períodos tranquilos	13,86	6,45	3,36
Períodos de crisis	4,92	-2,60	1,66
Número de países	39	26	38

FUENTES: International Financial Statistics, World Economic Outlook, S&P, Laeven y Valencia (2008), Reinhart y Rogoff (2008) y cálculos del Banco de España.

- a. El período de crisis abarca los cinco años en torno a los eventos de crisis.
- b. Se presentan los flujos de capital como porcentaje del PIB tendencial. El período muestral es de 1970 a 2009.

FLUJOS DE CAPITAL Y PERÍODOS DE CRISIS. TABLA DE IMPACTO (a) (b)

	Países avanzados		Países emergentes		Países en desarrollo	
	Entradas	Salidas	Entradas	Salidas	Entradas	Salidas
CRISIS (TODAS)						
Respecto al período normal		***	***	***	***	**
Respecto a los dos años previos a la crisis	***	***	***	***	***	*
CRISIS ÚNICAS						
Respecto al período normal		***	**	***	**	**
Respecto a los dos años previos a la crisis	***	***	***	***	**	
CRISIS MÚLTIPLES						
Respecto al período normal			***	***	**	**
Respecto a los dos años previos a la crisis	***	*	***	***	***	**

FUENTES: International Financial Statistics, World Economic Outlook, S&P, Laeven y Valencia (2008), Reinhart y Rogoff (2008) y cálculos del Banco de España.

- a. El cuadro presenta la significatividad de los parámetros de las estimaciones de panel utilizando efectos fijos en una ventana de cinco años en torno a los eventos de crisis, incluyendo tendencias por país.
 - b. Los flujos de capital han sido normalizados utilizando el PIB tendencial y estandarizados eliminándoles la media y dividiéndolos por su desviación estándar.
- Los asteriscos *, ** y *** indican significatividad al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Período muestral de 1970 a 2010.

Los resultados muestran que tanto los flujos de residentes como los de extranjeros se ven afectados de forma significativa en los tres grupos de países, independientemente del nivel de ingresos. No obstante, se observan algunas diferencias entre flujos de entrada y de salida. En los países avanzados, aunque los flujos del exterior no muestran cambios significativos con respecto a períodos tranquilos, sí se aprecia una reducción significativa en relación con el período inmediatamente anterior a la crisis¹⁰. Por el contrario, se observan cambios significativos en el caso de los flujos domésticos hacia el exterior, que disminuyen respecto a períodos normales

10. Los test de Wald utilizados para analizar las reacciones de corto y medio plazo se pueden encontrar en el artículo de referencia.

y, en mayor medida, respecto a los dos años anteriores a la crisis. Por tanto, los cambios en los flujos de salida parecen más sensibles a períodos de crisis que los de entrada, ya que estos tan solo presentan diferencias significativas respecto al período inmediatamente anterior a la crisis. Para los países emergentes y en desarrollo, se aprecian cambios tanto si se consideran los períodos tranquilos como el período inmediatamente anterior. Excepto en el caso de los flujos de entrada, los resultados son similares entre grupos de países, si bien la intensidad de las reducciones en los flujos es mayor en los países avanzados que en los de renta media y, especialmente, en los países en desarrollo.

Para mejorar nuestra comprensión de estos resultados, se considera la severidad de los episodios de crisis, distinguiendo, como se señaló más arriba, entre crisis únicas o moderadas y crisis múltiples o intensas, en las que concurre más de un tipo de estrés. La especificación econométrica en este caso es la misma que la anterior, pero se incluyen los dos indicadores de crisis. Tal y como refleja el cuadro 5, en general se observan reducciones significativas de ambos tipos de flujos, tanto respecto a períodos tranquilos como al pasado más reciente. Las diferencias más significativas en cuanto al análisis anterior se encuentran en las crisis más severas.

En las economías avanzadas, respecto a las estimaciones con el indicador anterior, tan solo hay diferencias en los flujos de salida durante las crisis severas, en las que no se aprecian cambios significativos en comparación con períodos tranquilos. Al igual que antes, para ambos tipos de crisis, los cambios respecto al período inmediatamente anterior, tanto para residentes como para extranjeros, sí que son muy acusados, sugiriendo la idea de un frenazo súbito de los flujos¹¹. En el caso de economías emergentes, se aprecian cambios significativos, tanto si se consideran crisis moderadas como severas, presentando mayor intensidad en las crisis múltiples y respecto al período previo. Así, se observa que, durante las crisis intensas, los flujos de entrada presentan un ajuste significativo en comparación con períodos tranquilos.

El último aspecto a considerar es la composición de los movimientos de capitales en episodios de crisis, que se analizan en detalle en el documento de referencia. La intención es investigar si un tipo particular de flujo domina el comportamiento dinámico de los flujos de capital en torno a eventos de crisis, o si los patrones observados son generalizables a todos los tipos de flujo considerados aquí. En general, se aprecian comportamientos diferenciados de los distintos tipos de flujo, que varían significativamente entre países con diferentes niveles de renta.

En cuanto a los componentes de los flujos de entrada, se observan comportamientos diferentes según el nivel de renta de los países. Así, en los países de renta alta, y para crisis moderadas, disminuyen las inversiones en cartera con respecto a períodos tranquilos, mientras que se observan diferencias significativas respecto a los años inmediatamente anteriores a la crisis, en todos los componentes, sobre todo en los flujos bancarios. En cuanto a las crisis severas, mientras que en relación con períodos tranquilos tan solo se observan diferencias significativas en la inversión directa, estas son fuertemente significativas en el resto de flujos respecto al período más reciente, excepto la inversión directa. En los países emergentes, se aprecian reducciones en las inversiones en cartera y en la inversión directa durante las crisis moderadas, tanto en relación con períodos normales como en relación con los años inmediatamente precedentes. Asimismo, se aprecian reducciones en los flujos bancarios respecto al período previo. En cambio, durante crisis severas los cambios más significativos se observan para los flujos de préstamos bancarios y la cartera de deuda, tanto en relación con períodos tranquilos como en relación con el inmediata-

11. Las estimaciones sobre crisis severas en países avanzados incluyen tan solo cinco eventos, por lo que los resultados deben ser tomados con relativa cautela.

mente anterior. Por último, en el caso de los países en desarrollo, durante crisis moderadas tan solo se aprecian diferencias significativas en los flujos bancarios y en la cartera de inversión respecto a períodos tranquilos. En caso de crisis severas, mientras que se producen cambios significativos para todos los componentes respecto al período previo, tan solo se aprecian variaciones de los flujos bancarios respecto a períodos normales.

En relación con los componentes de los flujos de salida, las diferencias que se observan son más acusadas entre países. En los países avanzados, considerando crisis moderadas, se aprecian reducciones en las inversiones en cartera, tanto si se compara con períodos normales como con el período inmediato anterior al de la crisis. En ese período, además se aprecia una reducción en el patrón de inversión en el extranjero en todos los componentes considerados, excepto en las reservas internacionales. En cuanto a las crisis severas, mientras que no hay diferencias significativas respecto a períodos sin crisis, excepto en los flujos bancarios, sí se aprecian diferencias en la cartera de deuda y en los flujos de crédito bancario en relación con el período más reciente. En las economías emergentes, se aprecian reducciones significativas respecto al período anterior para las inversiones de cartera, en los flujos bancarios y en las reservas internacionales, mientras que no hay cambios significativos para los países en desarrollo y en la cartera de deuda para los países en desarrollo. En las crisis severas sí se aprecian cambios significativos, sobre todo si se considera el período inmediatamente anterior en los países emergentes. En todo caso, los cambios más significativos, independientemente de la severidad de la crisis, se dan en la acumulación de las reservas internacionales, que se reducen tanto en el período más reciente como en relación con períodos de normalidad, sobre todo en las economías emergentes. Esta evidencia sugiere que durante períodos de estrés financiero estos países amortiguan el ajuste de los flujos de capital a través del uso de las reservas.

Valoración y conclusiones

En este trabajo se presenta evidencia exhaustiva acerca del comportamiento de los flujos de capital, tanto a través del tiempo como en relación con el ciclo económico, y en los episodios de inestabilidad financiera. Se muestra que en períodos de crisis los países sufren una reducción de las entradas de capital extranjero y, en paralelo, de las salidas de capitales al exterior, si bien los flujos, en general, no cambian de signo.

Resulta interesante que, mientras que en los países emergentes y menos desarrollados una parte importante de este ajuste viene a través de la reducción en el patrón de inversión en activos extranjeros del sector público (sobre todo reservas), en los países avanzados son principalmente los agentes privados los que frenan su inversión en activos extranjeros. A su vez, el trabajo muestra que durante las crisis se produce una caída notable de flujos de entrada, mientras que los flujos netos disminuyen pero en menor medida; esto se debe a que el capital doméstico también se retrae y compensa parcialmente la reducción de los flujos de capital extranjero. Cabe destacar, asimismo, que la evidencia no respalda la visión tradicional de fuga de capitales (que equivaldría a un aumento de las salidas de capital doméstico) a escala agregada o incluso regional, aunque sí que se observa para países o componentes concretos de los flujos de capitales.

Desde el punto de vista de la valoración de las teorías existentes, el trabajo parece validar aquellas teorías que reflejan un comportamiento asimétrico de los agentes financieros. Así, el resultado sobre la menor salida o retorno de capital residente cuando el capital extranjero deja de entrar, y viceversa, resulta ser más compatible con las teorías asociadas con información asimétrica o con problemas institucionales, como la igualdad de trato en caso de dificultades con los pagos de deuda¹².

12. Véase, por ejemplo, Erce y Díaz-Cassou (2010).

Además, los resultados tienen una serie de implicaciones para valorar las perspectivas sobre los movimientos internacionales de capitales tras la crisis. Históricamente, los flujos brutos se han recuperado relativamente rápido. A la vista de la recuperación en el volumen de flujos brutos que se observa en la actualidad, y teniendo en cuenta experiencias pasadas, cabría esperar, con base en este análisis, que esta recuperación sea sostenida y prosiga el proceso de expansión global de flujos. Sin embargo, esto pudiera no ser así si, como parece, en la situación anterior a la crisis los excesos financieros hubieran llevado el nivel de activos financieros a cotas no sostenibles. Por otro lado, los países emergentes son mucho más sólidos a día de hoy que en el pasado, en particular en relación con los países avanzados, cuyos fundamentos económicos se mantienen frágiles. Estos cambios más estructurales podrían dar lugar a modificaciones de los patrones de evolución de los flujos en la salida de la crisis, tanto en términos de nivel como de composición sectorial o geográfica.

21.2.2011.

BIBLIOGRAFÍA

- BRONER, F., T. DIDIER, A. ERCE y S. SCHMUKLER (2010). *Gross Capital Flows: Dynamics and Crises*, Documentos de Trabajo, n.º 1039, Banco de España.
- BRONER, F., A. MARTÍN y J. VENTURA (2008), «Enforcement problems and secondary markets», *Journal of the European Economic Association Papers and Proceedings*, 6 (2-3).
- CALVO, G., A. IZQUIERDO y L. F. MEJÍA (2008), *Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration*, NBER Working Papers 14026.
- ERCE, A., y J. DÍAZ-CASSOU (2010), *Creditor Discrimination During Sovereign Debt Restructurings*, Documentos de Trabajo, n.º 1027, Banco de España.
- HONOHAN, P., y L. LAEVEN (2005). *Systemic financial crises: Containment and resolution*, Cambridge University Press.
- LAEVEN, L., y F. VALENCIA (2008). *Systemic Banking Crises: A New Database*, IMF Working Paper 224.
- REINHART, C. M., y K. S. ROGOFF (2008). *The Forgotten History of Domestic Debt*, NBER Working Paper 13946.
- ROTHERBERG, J., y F. E. WARNOCK (2011). «Sudden flight and true sudden stops», *Review of International Economics*, de próxima publicación.