

**EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE LA PANDEMIA**

Luis Molina

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 26 de noviembre

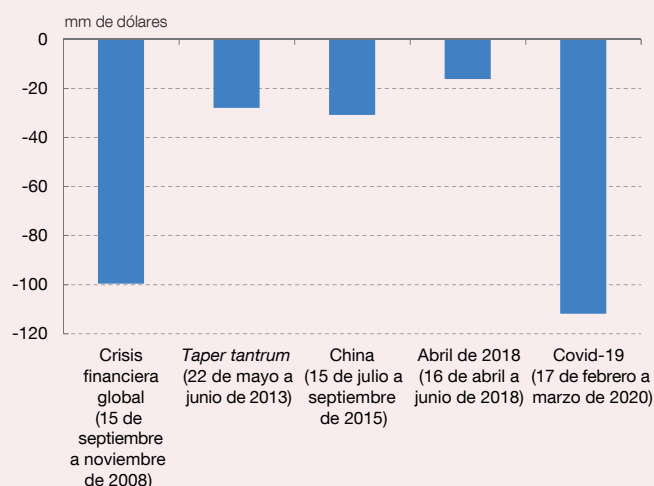
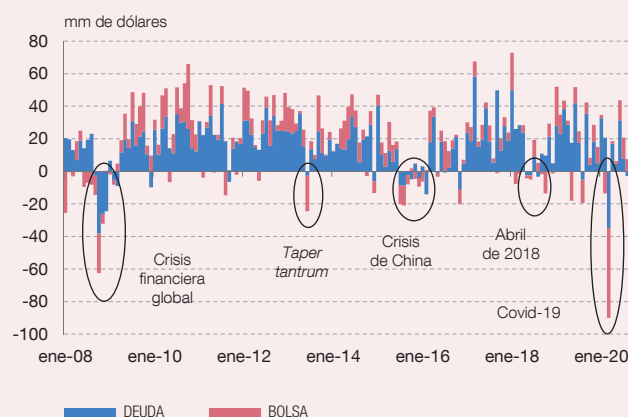
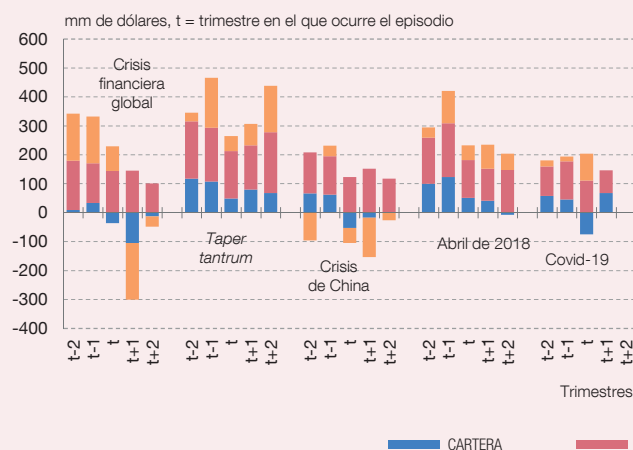
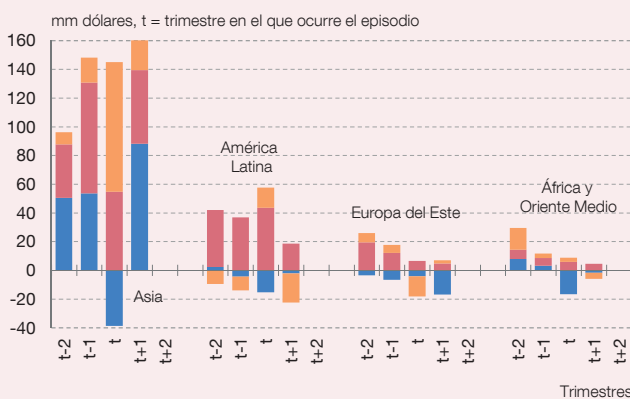
En este recuadro se analiza el comportamiento de los flujos netos de capital hacia las economías emergentes desde la irrupción de la pandemia de Covid-19, y se compara con otros episodios de salidas de capitales que han tenido lugar en los últimos años.

Como se puede apreciar en el gráfico 1.1, la expansión de la crisis sanitaria fuera de China a mediados de febrero provocó una salida de capitales de cartera de las economías emergentes muy significativa, que a finales de marzo había rebasado los 100 mm de dólares en términos acumulados,

de acuerdo con la información facilitada por el Institute for International Finance (IIF). La magnitud de estos flujos de salida fue similar a la registrada entre mediados de septiembre y noviembre de 2008, tras el estallido de la crisis financiera global, pero fue muy superior a la de otros episodios más recientes, como el fuerte incremento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, conocido como *taper tantrum*, en 2013; las turbulencias en el mercado bursátil chino en 2015, y las tensiones financieras que afectaron especialmente a las economías emergentes en el segundo trimestre de 2018.

Gráfico 1

FLUJOS DE CAPITALES HACIA EMERGENTES DURANTE EPISODIOS DE TURBULENCIAS GLOBALES

**1 FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA HACIA EMERGENTES****2 FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA HACIA EMERGENTES: TIPO DE FLUJO****3 BALANZA DE PAGOS: TIPO DE FLUJO****4 BALANZA DE PAGOS EN EL EPISODIO DE COVID-19: TIPO DE FLUJO Y REGIÓN**

FUENTES: Thomson Reuters y estadísticas nacionales.

En marzo, el mes en el que se produjeron las mayores salidas de capitales de cartera, estas fueron muy cuantiosas tanto en los flujos de bolsa —unos 55 mm de dólares— como en los de deuda —unos 35 mm de dólares— (véase gráfico 1.2). Además, dichas salidas se registraron de forma generalizada en las economías emergentes, a diferencia de lo observado en otros episodios previos, en los que estas tendieron a estar focalizadas en algunas áreas concretas —con epicentro en Asia en 2008, 2013 (junto con Brasil) y 2015, y en América Latina (en particular, Argentina), Europa del Este y Turquía en 2018—.

Las diversas acciones de política económica adoptadas poco después de la irrupción de la pandemia, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes<sup>1</sup>, contribuyeron a relajar las condiciones financieras globales y a estabilizar los flujos de capitales. En cualquier caso, hasta septiembre no se lograron revertir, en el agregado de las economías emergentes, las salidas de capitales registradas entre febrero y marzo (véase gráfico 1.2), y en algunas regiones (en particular, en Asia emergente y América Latina) dicha recuperación aún no se ha completado.

Este análisis de los flujos de capital hacia las economías emergentes, realizado a partir de la información proporcionada por el IIF, puede complementarse utilizando los datos de la balanza de pagos. Si bien estos últimos se publican con una menor frecuencia y con un mayor retraso que los facilitados por el IIF, permiten valorar no solo la evolución de los flujos de cartera, sino también los de inversión directa y otras inversiones<sup>2</sup>. Según esta fuente, en el primer trimestre de 2020 las elevadas salidas de cartera descritas anteriormente —especialmente intensas en Asia— se vieron acompañadas por una reducción de las entradas de inversión directa —con la excepción de América Latina— (véanse gráficos 1.3 y 1.4). Estos flujos fueron sustituidos parcialmente por unas mayores entradas de otra inversión —en particular, en Asia y América Latina—, fundamentalmente préstamos

bancarios, en ocasiones a plazos cortos, algo que no ocurrió en el resto de los episodios de salidas de capitales considerados. En el segundo trimestre del año, la fuerte recuperación de la entrada de flujos de cartera en Asia más que compensó la debilidad de estos movimientos de capital en el resto de las regiones emergentes, al tiempo que se redujo el dinamismo en los flujos de entrada de otras inversiones observado en el trimestre anterior.

A la hora de valorar los distintos factores que condicionan el comportamiento de estos flujos de capital, la literatura ha distinguido, tradicionalmente, entre factores de empuje o globales (*push*) y de arrastre o idiosincrásicos (*pull*)<sup>3</sup>. Entre los primeros se suelen considerar la aversión global al riesgo, las condiciones monetarias en las principales economías avanzadas —sobre todo en Estados Unidos—, el tipo de cambio del dólar y los precios de las materias primas. Entre los segundos, habitualmente se valoran los fundamentos y vulnerabilidades macroeconómicos, financieros e institucionales de cada una de las economías emergentes<sup>4</sup>.

En el episodio actual, el fuerte incremento de la aversión al riesgo (véase gráfico 2.1), el deterioro de las perspectivas económicas que derivó en una caída del precio de las materias primas (véase gráfico 2.2) y la apreciación del dólar por la búsqueda de activos refugio (véase gráfico 2.3) han sido, de manera similar a lo acontecido en 2008, los principales detonantes de las salidas de capitales observadas en las economías emergentes. En cambio, la política monetaria estadounidense —que fue el principal desencadenante de los flujos de salida durante el episodio de tensionamiento de tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos (*taper tantrum*) y durante abril de 2018 (al provocar una fuerte apreciación del dólar)— no habría contribuido a la salida de capitales de las economías emergentes desde el comienzo de la pandemia (véase gráfico 2.4).

Por lo que respecta a la influencia de los factores locales, los gráficos 2.5 y 2.6 muestran que, en general, aquellos

1 Véase el recuadro 1 del «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020», Artículos Analíticos, Banco de España.

2 La comparación de los flujos de cartera recogidos en las estadísticas del IIF y de la balanza de pagos no es inmediata, entre otros motivos, porque la información proporcionada por el IIF abarca menos países que la contenida en las estadísticas de la balanza de pagos.

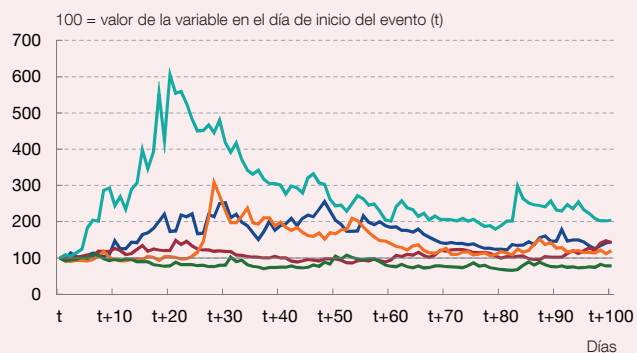
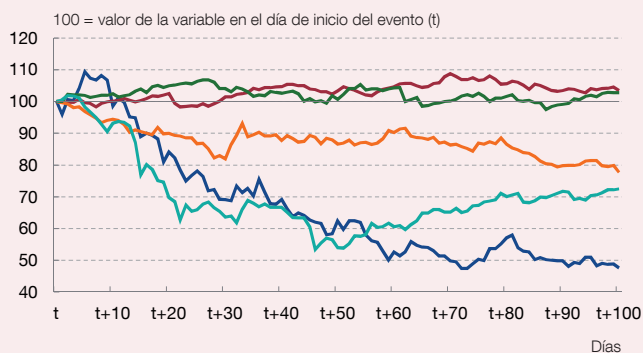
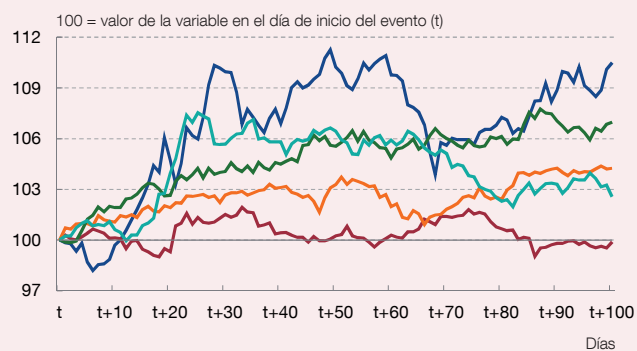
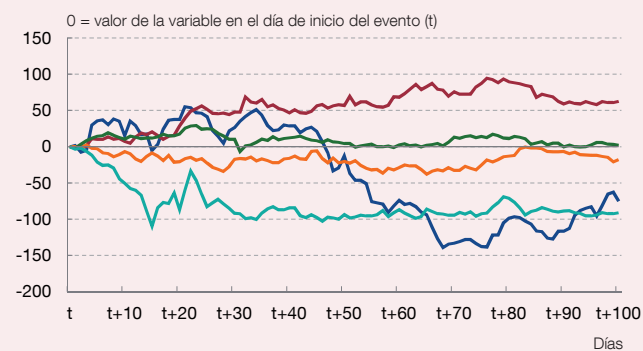
3 Véanse R. Koepke (2015), *What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature*, Institute of International Finance, University of Würzburg, y M. Carney (2019), *Pull, Push, Pipes: Sustainable Capital Flows for a New World Order*, discurso en el Institute of International Finance Spring Membership Meeting, Tokio.

4 Para una estimación empírica de los factores determinantes de los flujos hacia emergentes, véase L. Molina y F. Viani (2019), *Flujos de capitales a emergentes: evolución reciente y determinantes*, Artículos Analíticos, Boletín Económico, 2/2019, Banco de España.

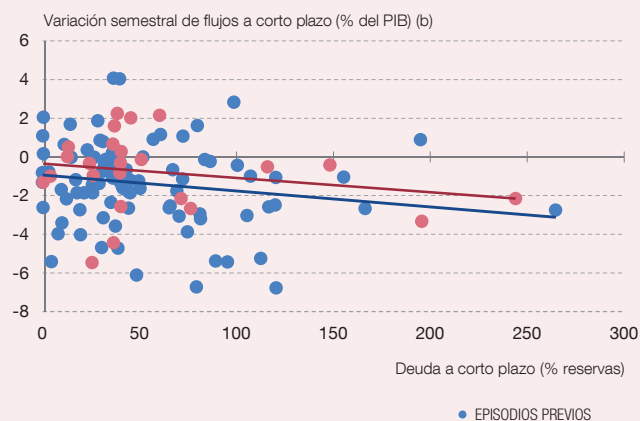
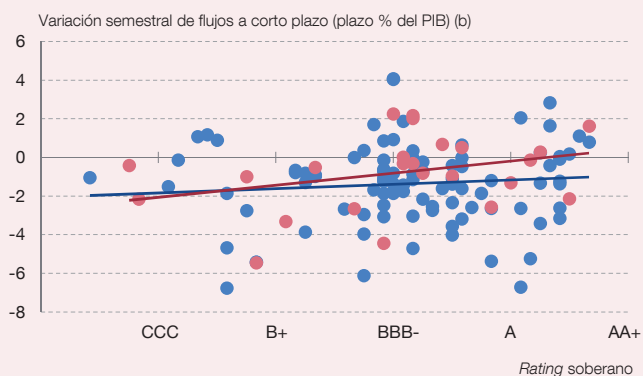
**EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE LA PANDEMIA (cont.)**

Gráfico 2

FACTORES DE EMPUJE Y ARRASTRE DE LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA EMERGENTES

**1 FACTORES DE EMPUJE: AVERSIÓN GLOBAL AL RIESGO (a)****2 FACTORES DE EMPUJE: PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS****3 FACTORES DE EMPUJE: TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR****4 FACTORES DE EMPUJE: TIPOS A LARGO PLAZO EN EEUU (pb)**

— CRISIS FINANCIERA GLOBAL (15.9.2008) — TAPER TANTRUM (22.5.2013) — CHINA (15.7.2015)  
 — ABRIL DE 2018 (16.4.2018) — COVID-19 (17.2.2020)

**5 FACTORES DE ARRASTRE: DEUDA EXTERNA A CORTO PLAZO****6 FACTORES DE ARRASTRE: RATING SOBERANO (c)****FUENTES:** Thomson Reuters, Standard & Poor's, Fitch, Moody's y estadísticas nacionales.**a** Medida por el VIX.**b** Suma de los cambios semestrales de las entradas de cartera y de otros flujos.**c** Media de las calificaciones de Standard & Poor's, Moody's y Fitch.

**EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE LA PANDEMIA (cont.)**

países con un mayor desequilibrio exterior y con peores fundamentos macroeconómicos han registrado un mayor deterioro en sus flujos de capital recientemente. Estos factores idiosincrásicos habrían jugado un papel relativamente similar al desempeñado en otros episodios previos a la hora de amortiguar o amplificar las turbulencias financieras generadas por los factores globales descritos

anteriormente. En cualquier caso, en los próximos trimestres será fundamental monitorizar el aumento de las vulnerabilidades macrofinancieras que se está produciendo en algunas de estas economías como consecuencia de la prolongación de la crisis sanitaria, pues dichas vulnerabilidades podrían provocar un deterioro adicional en los flujos de capitales.