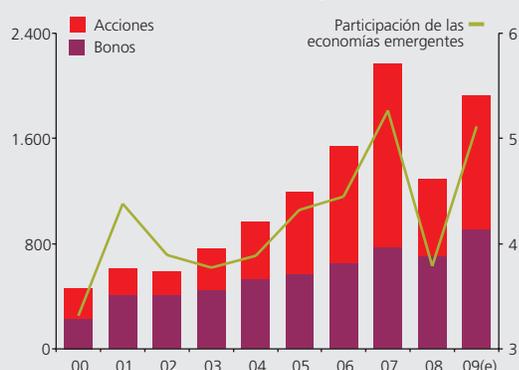


Recuadro II.1: Flujos de capitales de cartera hacia economías emergentes: tendencias recientes

Los flujos de cartera hacia economías emergentes exhibieron un fuerte crecimiento en el segundo semestre del 2009^{3/}. Este crecimiento permitió que tanto el stock como la participación de los países emergentes en el total de inversión extranjera de cartera, recuperaran el nivel alcanzado previo a la caída de *Lehman Brothers*. Esto se explica, principalmente, por el fuerte aumento de la inversión extranjera en acciones y, en menor medida, por el crecimiento de la inversión extranjera en bonos (gráfico II.9).

Gráfico II.9

Stock de pasivos internacionales de cartera en economías emergentes (miles de millones de dólares, porcentaje)



(e) Estimación.

Fuentes: Bloomberg, CEIC data, FMI y JP Morgan Chase.

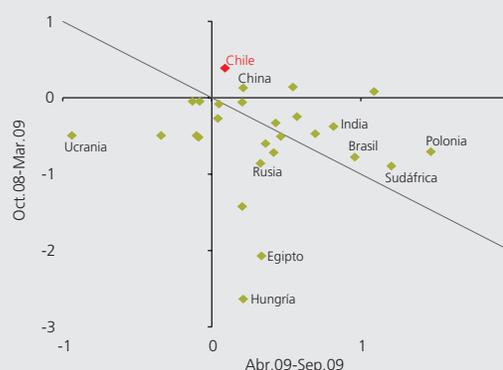
Sin embargo, la recuperación de estos flujos no ha sido homogénea a nivel de países. De hecho, en el período post-turbulencias asociadas a la caída de *Lehman Brothers* (abril–septiembre 2009), varias economías experimentaron entradas de inversión de cartera bastante superiores a las salidas durante el período de crisis (octubre 2008–marzo 2009). En este grupo se encuentran Polonia y Brasil. Otros

países, en cambio, registraron entradas bastante menores que las salidas originales (por ejemplo, Hungría y Egipto). Por último, en otras economías, como es el caso de Chile, los flujos fueron estables y positivos en ambos períodos (gráfico II.10)^{4/}.

Gráfico II.10

Flujos de pasivos internacionales de cartera hacia economías emergentes (*)

(porcentaje del PIB)



(*) Promedio trimestral, porcentaje del PIB de 2007.

Fuentes: Banco Central de Chile a base de CEIC Data y FMI.

Esta heterogeneidad del comportamiento se puede analizar desde una perspectiva financiera utilizando un modelo de *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Durante el 2009, se observó una relación positiva entre los flujos hacia cada economía y la sensibilidad del retorno accionario local con el retorno agregado de mercado (gráfico II.11)^{5/}. En otras palabras, ello indica que, en dicho período, los inversionistas internacionales estuvieron en la búsqueda de mayores retornos, puesto que los flujos tendieron a ir a economías que, ante las expectativas de un aumento generalizado de los precios de acciones, generasen un retorno superior al del

^{3/} El flujo de cartera incluye inversión extranjera en bonos y acciones, mientras que la muestra de economías emergentes incluye 28 países.

^{4/} En general se miran los flujos de pasivos hacia las economías emergentes, ya que muy pocas de ellas tienen flujos de activos de cartera significativos, como es el caso de Chile.

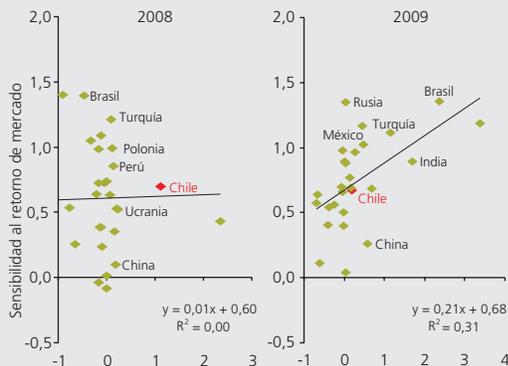
^{5/} Esta sensibilidad corresponde a la correlación entre el retorno accionario de cada país y el del agregado de las economías emergentes (conocido como el β del CAPM). Las estimaciones consideran 40 países para el período 2000-2009 con frecuencia semanal, donde el retorno accionario se mide a través del MSCI y el retorno de bonos soberanos, del EMBI global.

índice general. Este comportamiento fue distinto al observado durante el 2008, donde no existe evidencia de correlación entre las variables mencionadas.

Gráfico II.11

Sensibilidad del retorno del mercado accionario local *vis-à-vis* flujos de cartera accionarios

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile a base de Bloomberg, CEIC Data y FMI.

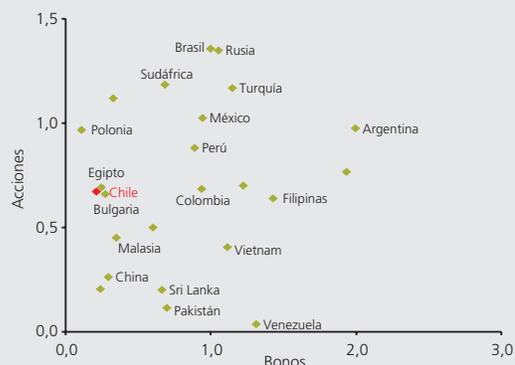
Estimaciones de los determinantes de la sensibilidad de mercado del retorno accionario de cada país muestran que tanto el tamaño como la liquidez (*turnover*) son estadísticamente significativos^{6/}. En el caso particular de Chile, su sensibilidad al retorno de mercado es relativamente baja comparada con otras economías emergentes (gráfico II.12).

Esta sensibilidad es aún menor para el retorno del bono soberano. Lo anterior hace que Chile sea menos vulnerable a cambios significativos en el portafolio de cartera de los inversionistas internacionales.

En consecuencia, en Chile, el desafío para la estabilidad financiera asociado con la alta volatilidad que caracteriza los flujos internacionales de cartera, es menor comparado con otras economías emergentes, dado que son más estables estas inversiones (tanto en flujos como en retornos)^{7/}.

Gráfico II.12

Sensibilidad del retorno de acciones locales y bonos soberanos (*)



(*) Período 2007-2009.

Fuente: Banco Central de Chile a base de Bloomberg.

^{6/} Estos resultados se derivan de estimaciones anuales de panel con efectos fijos. En una línea similar, Portes y Rey (2005) muestran que los flujos internacionales brutos en acciones están positivamente correlacionados con el tamaño de los mercados de origen y destino, entre otras variables.

^{7/} En De Gregorio (2010) se discuten las alternativas de política que poseen los bancos centrales para hacer frente a fluctuaciones abruptas de los flujos de capitales.