



RECUADRO I.1 FLUJOS DE CAPITALES Y RESILIENCIA EXTERNA

Este Recuadro discute los eventos recientes de salidas de capitales de no-residentes desde Chile y el estado de las condiciones macroeconómicas relevantes para enfrentar estos movimientos de capitales, así como sus implicancias para la estabilidad financiera.

Riesgos asociados a reversión en flujos de capitales

Luego de la crisis financiera global, las economías emergentes (EME) se beneficiaron de años de flujos de entrada de capitales motivados por condiciones financieras externas que favorecieron la toma de riesgo y búsqueda de retornos. En los últimos años, sin embargo, la sensibilidad de los flujos de portafolio a shocks externos se ha incrementado para un gran número de países (Álvarez et al., 2019). Ambos factores —altos flujos de capitales y mayor sensibilidad a factores externos— han conducido a que se observen salidas de capitales más pronunciadas ante cada shock. Mientras estos ajustes se reviertan en el corto plazo, por ejemplo producto de la misma naturaleza de ciertos tipos de flujos^{1/}, es probable que la economía no se vea mayormente afectada. Sin embargo, la situación puede volverse más compleja cuando se generan salidas consecutivas y de magnitud importante. Esto podría conllevar dificultades para el financiamiento del déficit en cuenta corriente.

Estas reversiones de capitales pueden ser más relevantes en economías más dependientes de financiamiento externo de corto plazo, o cuando la cuenta financiera está concentrada en capitales más volátiles. En ese sentido, las condiciones macroeconómicas de una economía son fundamentales a la hora de prevenir o aminorar los efectos de los riesgos externos cuando estos se cristalizan. El grado de resiliencia de un país para enfrentar dichos riesgos también está relacionado con su capacidad de haber contenido la incubación de vulnerabilidades en los sectores de la economía más expuestos o dependientes a este tipo de financiamiento —por ejemplo, a través de elevada deuda externa de corto plazo.

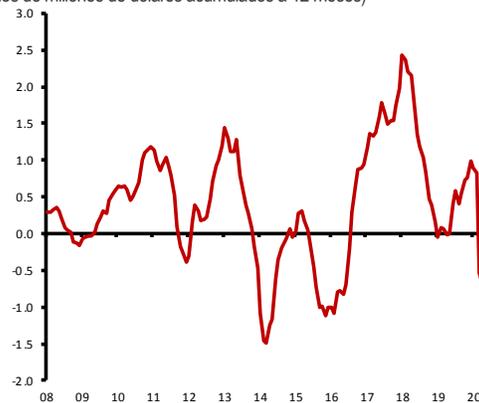
Recientes salidas de capitales

Salidas de capitales en alta frecuencia son reportadas por el

^{1/} La literatura indica que los flujos de IED son generalmente menos volátiles que los de portafolio. Esto porque, mientras la IED se asocia a decisiones de inversión de largo plazo, algunos tipos de fondos de cartera están más orientados a la búsqueda de retorno, permiten retiros inmediatos o repatriaciones. Cuando estos flujos corresponden a financiamiento de corto plazo, podrían no ser renovados.

Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), que registra movimientos de flujos de portafolio para un grupo acotado de inversionistas extranjeros. Si bien esta fuente de información no contiene todos los flujos de capitales, permite obtener una señal sobre los rebalances de portafolio relacionados a cambios en la aversión global al riesgo. Los datos para Chile, con esta fuente, muestran salidas de flujos relevantes en los meses de marzo y abril. De esta forma se acumula una salida en un año de US\$721 millones (gráfico I.19).

GRÁFICO I.19
Flujos de portafolio de no-residentes a Chile (*)
(miles de millones de dólares acumulados a 12 meses)



(*) Último dato considera información hasta el 29 de abril del 2020.
Fuente: EPFR.

Para poner en contexto esta cifra, se debe considerar la evolución del stock de pasivos externos de Chile. En efecto, el tamaño del componente portafolio de los pasivos externos ha crecido en la última década, pasando de representar un 14% del PIB en el 2009 a un 37% al tercer trimestre del 2019. Esta tendencia también se aprecia en algunos países de la región, mientras otros emergentes han mantenido una relación con el PIB relativamente estables (tabla I.4).

TABLA I.4
Pasivos de portafolio
(porcentaje del PIB)

	2009	2014	2019	Variación 2009-2019
Brasil	27	24	30	2
Chile	14	31	37	23
Colombia	9	20	26	18
Hungría	44	48	34	-11
México	26	41	41	15
Polonia	21	33	27	6
Turquía	14	22	19	5

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Para el caso de Chile hay dos elementos relevantes detrás del aumento de estos pasivos externos. En primer lugar, durante la última década empresas locales han emitido en el exterior aprovechando las mejores condiciones financieras. Cabe señalar que dichas emisiones han sido acompañadas con diversas estrategias de cobertura cambiaria. En particular, aquellas que tienen como moneda funcional el peso utilizan instrumentos derivados para mitigar el riesgo cambiario. Cifras recientes dan cuenta de que este último es reducido (Capítulo II). Por otra parte, desde el 2017 se observa un incremento en la participación de no-residentes en el mercado de bonos soberanos locales, que pasó de un 5 a 20% a finales del 2019. Este mayor interés por bonos locales proviene de la mayor ponderación de bonos soberanos chilenos en portafolios *benchmark*, así como de la simplificación regulatoria para la adquisición de títulos de deuda por parte de no-residentes.

Resiliencia de la economía local

Chile es una economía emergente exportadora de *commodities*. Por tanto, existen diversos grupos de países con cuales es posible realizar un análisis comparado de la evolución de su posición financiera externa, y de sus condiciones macroeconómicas.

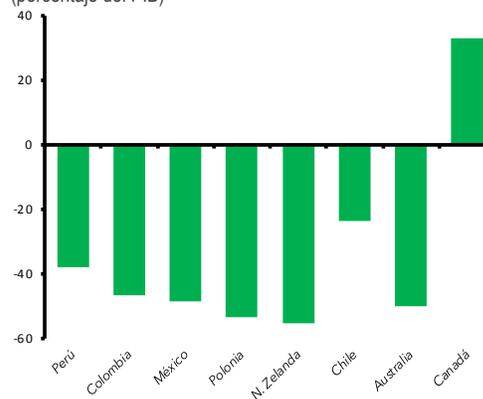
En relación con países emergentes, un análisis previo concluyó que estos elementos eran sólidos para la economía local (IEF del primer semestre de 2014). Así, el nivel de solvencia y liquidez externas eran elevados^{2/}, mientras que sus condiciones macroeconómicas domésticas eran favorables. Estos factores, junto a un marco de política de metas de inflación y régimen de tipo de cambio flexible, contribuyen a la mitigación de los efectos adversos de reversiones de capitales extranjeros. Una actualización de dicha comparación mantiene las conclusiones. En particular, la deuda pública se percibe contenida y las presiones inflacionarias bajas respecto de este grupo de países (anexo estadístico).

Dada la elevada integración financiera de Chile con el resto del mundo, otra comparación posible es con países exportadores de *commodities*, como Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Un elemento diferenciador de este tipo de economías respecto de emergentes es la poca relevancia de

^{2/} La solvencia externa se refleja en la posición de inversión internacional neta en términos de PIB. La liquidez externa se representa a través de la razón entre recursos disponibles y necesidades de financiamiento de corto plazo. Usualmente, se consideran como recursos disponibles las reservas internacionales, y como indicadores los de adecuación de reservas.

las reservas internacionales dentro de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN). Esto se explica porque en estas economías los mercados financieros son más maduros. A su vez, a nivel local existe una mayor relevancia de los pasivos externos relacionados a inversión extranjera directa, la que tiende a ser menos volátil. Otro elemento que mitiga los riesgos de un eventual aumento los pasivos externos, es el alto nivel de activos externos, esto permite en que la PIIN sea relativamente más baja (gráfico I.20).

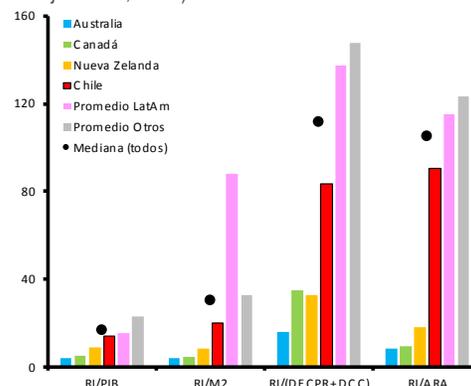
GRÁFICO I.20
Posición de Inversión Internacional Neta 2018
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

Además, la comparación de otras métricas de liquidez externa con este grupo de países exportadores de *commodities* confirma que la situación externa de Chile permanece sólida (gráfico I.21). De este modo, el nivel de reservas internacionales de Chile a abril de este año, que asciende a US\$37.095 millones (13,1% del PIB del cuarto trimestre del 2019) al cierre estadístico de este IEF, se considera adecuado. En efecto, Chile se encuentra calificado como mercado maduro respecto de su nivel de reservas, junto con países como Nueva Zelanda, Australia y Canadá (FMI, 2016).

GRÁFICO I.21
Índice de adecuación de reservas, distintas métricas (*)
(porcentaje del PIB, veces)



(*) RI: reservas internacionales. DECPR: deuda externa de corto plazo residual. DCC: déficit en cuenta corriente. ARA: *Assessing Reserve Adequacy*. (FMI, 2016). El DCC es igual a cero cuando la cuenta corriente es superavitaria. Ninguna métrica considera los accesos a líneas de crédito flexibles del FMI que tienen algunos países.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Consideraciones finales

Las condiciones macroeconómicas de Chile se mantienen sólidas, otorgándole al país una posición favorable para enfrentar los efectos de factores externos. Su alta integración financiera internacional —expresada por sus niveles más altos de activos y pasivos externos— se acompaña de un marco de política que permite a la economía ajustarse más rápido ante disrupciones externas.

Dentro de ese contexto, es importante enfatizar que las acciones de emergencia tomadas por diversos países, incluido Chile, ante la crisis del Covid-19 podrían implicar menor espacio de política en el futuro. Por ello, seguirá siendo fundamental complementar el análisis de la efectividad de las medidas implementadas en los últimos meses con el constante monitoreo de la evolución de la situación global y sus implicancias para Chile.