

## RECUADRO I.1 VOLATILIDAD DE LOS INFLUJOS DE CAPITAL

El monitoreo de los pasivos externos —entradas brutas de capitales— es necesario toda vez que estos pueden influir en el crecimiento del crédito interno, exacerbar descalces de moneda y plazo y, eventualmente, tener impacto en la valorización de los activos nacionales. La reversibilidad de los mismos, y por ende una disminución de la disponibilidad de financiamiento externo, es una dimensión relevante de este monitoreo. En este contexto, este recuadro hace una evaluación de la volatilidad de los pasivos externos de la economía chilena, distinguiendo por tipo de entrada.

### Estructura de los influjos de capitales

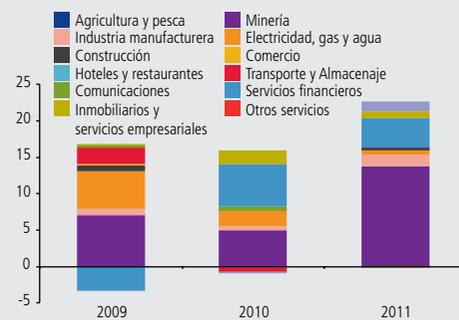
Las entradas brutas de capitales a Chile han mostrado un incremento como porcentaje del PIB: desde 10% acumulado a doce meses al tercer trimestre de 2011 a más de 18% al primer trimestre de 2013, el nivel más alto desde 1999. Estos flujos son explicados, fundamentalmente, por inversión extranjera directa (IED) (gráfico I.11), la cual ha tenido como principal destino el sector minero y, en segundo lugar, el sector financiero (gráfico I.14).

Los niveles de IED son altos no solo desde una perspectiva histórica, sino también respecto de lo observado en otras economías latinoamericanas y en economías desarrolladas pequeñas y abiertas (SOE) (gráfico I.15)<sup>1/</sup>. En cuanto a los flujos de portafolio, las entradas de renta variable también son altas en relación con las economías latinoamericanas y las SOE) mientras que las entradas de renta fija, si bien son similares a las observadas en otras SOE, se mantienen altas en relación con las observadas en otras economías latinoamericanas.

### Volatilidad histórica y determinantes de flujos

En Chile, la IED se ha caracterizado históricamente por mostrar una menor volatilidad que los componentes Portafolio

**GRÁFICO I.14**  
IED en Chile, por sector económico de destino directo (\*)  
(miles de millones de USD)



(\*) IED en Chile se calcula de acuerdo a recomendaciones OECD y la desagregación sectorial se realiza en base a una encuesta anual a los principales inversionistas.

Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO I.15**  
Comparación internacional de flujos de IED (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) En base al PIB tendencial de cada país. Agregados reflejan el promedio ponderado de cada región.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.

<sup>1/</sup> Las comparaciones con otras economías a lo largo de este recuadro consideran tres grupos: economías pequeñas y abiertas (small open economies o SOE), América Latina y Asia Emergente. SOE incluye a Australia, Canadá, Dinamarca, Israel, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia. América Latina incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. Asia Emergente incluye a China, Corea del Sur, Indonesia y Tailandia. Datos actualizados hasta 2012.I para SOE, América Latina y Asia emergente, y hasta 2013.I para Chile.



y Otra inversión. Esto también se observa en otros países de Latinoamérica y los SOE (gráfico I.16). Este hecho estilizado también ha sido reportado en la literatura sobre volatilidad de flujos de capitales (Broner y Rigobón, 2005; Levchenko y Mauro, 2007; Broner et al., 2012).

Complementariamente al enfoque de volatilidad, la literatura analiza la sensibilidad de los tipos de flujos de capitales a distintas variables globales— en especial las variables financieras. Cabe destacar, en primer lugar, que estudios recientes dan cuenta de un aumento de la importancia relativa de los factores globales durante la última década, resultado que es robusto para los tres tipos de influjos<sup>2/</sup>. En segundo lugar, la literatura encuentra que, en términos relativos, los componentes Portafolio y Otra inversión son los más sensibles a variables financieras, mientras que los flujos de IED están más asociados a la salud macroeconómica del país receptor<sup>3/</sup>.

### Volatilidad en tiempos de crisis

La mayor volatilidad de los flujos hacia países emergentes se debe en gran medida a que sufren fuertes shocks negativos en forma más habitual que las economías desarrolladas (Broner y Rigobón, 2005). Estos períodos tienden a coincidir con eventos de turbulencias financieras globales. La magnitud de las contracciones en eventos de salida abrupta de capitales difiere según tipo de flujo y suele no ser simultánea. Así, se ha observado que el componente Otra Inversión es el que usualmente muestra mayor variación y reacciona primero, mientras que la IED ha sido más resiliente y, en general, ha reaccionado de forma más rezagada (Broner et al., 2012)<sup>4/</sup>. La caída de los influjos de capitales durante la crisis subprime ratifica lo anterior (tabla I.1)

### Reflexiones finales

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, la actual composición de los flujos de capitales es favorable dada la alta participación de IED, cercana al 70% del total. La IED ha mostrado ser más estable en general, menos susceptible a reversiones abruptas y menos dependiente de variables financieras globales<sup>5/</sup>.

<sup>2/</sup> Fernandez-Arias (1996) y Agénor (1998) introducen los conceptos pull y push para diferenciar entre factores internos y externos como determinantes de los flujos netos de capital. Estudios recientes que evalúan la capacidad explicativa de estos conceptos para los cambios en las volatilidades de los flujos son Broner y Rigobón (2005) y Broto et al. (2011).

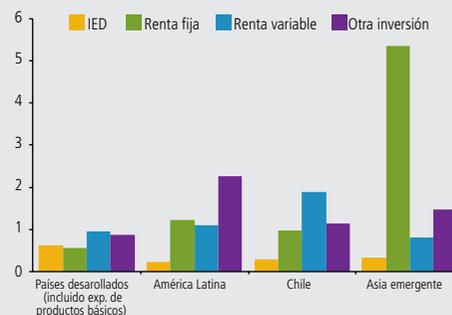
<sup>3/</sup> Estos resultados para volatilidad son reportados por BIS (2009) y Broto et al. (2011). Por otra parte, Albuquerque et al. (2005) y Levchenko y Mauro (2007) reportan un mayor rol de factores globales en la evolución de los niveles de influjos a través de un análisis de componentes principales.

<sup>4/</sup> La reacción de los distintos tipos de flujos estaría relacionada con el tipo de crisis.

Cabe señalar, sin embargo, que una eventual caída del precio del cobre podría reducir la IED dada la importancia relativa del sector minería. No obstante esto no sería de forma inmediata ni abrupta debido a la inercia de los proyectos actualmente en ejecución.

GRÁFICO I.16

Comparación Internacional de la volatilidad histórica por tipo de influjos (\*)  
(coeficiente de variación)



(\*) Calculado para las series de flujos sobre PIB tendencial de cada país. Agregados reflejan el promedio ponderado de cada región.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.

TABLA I.1

Mayor variación de los flujos en la crisis subprime (\*)  
(puntos porcentuales del PIB)

	IED	Portafolio Renta fija	Portafolio Renta variable	Otra inversión
SOE (*)	-1,7	-2,2	-0,6	-1,7
A. Latina	-0,2	-0,9	-0,7	-0,7
Chile	-2,0	-2,8	-0,6	-5,7
Asia emergente	-3,2	-5,9	-3,3	-71,5

(\*) Para su definición, ver glosario.

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.

<sup>5/</sup> Por ejemplo, Pistelli, Selaive y Valdés (2008) muestran que una estructura de pasivos más concentrada en IED contribuye a disminuir la probabilidad de ocurrencia de detención abrupta de los flujos de capitales.