

Recuadro 2

Determinantes de los flujos de portafolio hacia economías emergentes: ¿qué dice la literatura?

Andrés Sánchez-Jabba*

La literatura sobre los determinantes de los flujos de capital de portafolio hacia economías emergentes enfatiza dos tipos de factores. El primero, conocido como los *push factors*, corresponden a fuerzas externas que influyen sobre la dinámica de los flujos, generalmente asociados a la percepción de riesgo entre inversionistas extranjeros y el retorno relativo de portafolios en dichas economías. Por su parte, el segundo corresponde a los llamados *pull factors*, que incluyen atributos económicos locales que aumentan la demanda por bonos y acciones emitidos por economías emergentes, entre los cuales sobresalen el crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica (Koepke, 2019). Esta última refleja el manejo adecuado de las políticas monetaria y fiscal.

Este recuadro presenta los principales hallazgos sobre los determinantes de los flujos de capital de portafolio hacia economías emergentes, que se obtienen de la revisión de la literatura. En particular, se hace énfasis en el papel de la política monetaria de estos países. El análisis se concentra en los flujos de portafolio correspondientes a extranjeros no residentes, quienes explican la mayor parte de los movimientos de capitales (Obstfeld, 2012; Broner *et al.*, 2013). En el análisis es importante distinguir la dirección de los flujos (entradas o salidas de capital) y el tipo de inversiones (en bonos o acciones). En términos generales, la evidencia indica que los portafolios compuestos mayoritariamente por bonos exhiben una mayor sensibilidad a choques negativos externos (*push factors*) y que sus efectos se materializan en disminuciones en la entrada de capitales. Análogamente, portafolios conformados por acciones presentan mayor variación ante perturbaciones en fundamentales locales (*pull factors*) y su respuesta se evidencia en incrementos en la salida de capitales.

La percepción de riesgo país entre inversionistas y el retorno relativo de sus inversiones son cruciales a la hora de explicar los flujos de portafolio. De acuerdo con Sarno *et al.* (2016), el 83% y 86% de las variaciones en los flujos de bonos y de acciones, respectivamente, son atribuibles a estos factores¹. En particular, se encuentra que choques negativos en la percepción de riesgo recortan las entradas en los flujos de portafolio hacia los mercados emergentes

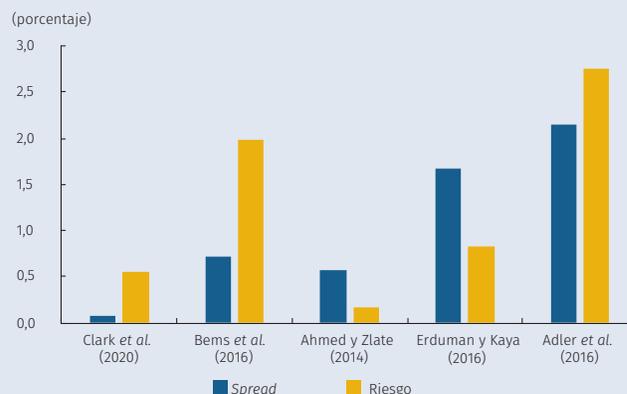
* El autor es investigador júnior del Departamento de Estudios de Política Económica. Sus opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Este resultado es particularmente robusto en el contexto colombiano, donde alcanzaron a explicar el 90% y 95%, respectivamente, de la variación.

en un rango que oscila entre el 0,2% y 2,8% del PIB trimestral². Por otra parte, cuando se presentan choques positivos en el diferencial de tasas de interés en favor de los países emergentes, el incremento esperado en las entradas de portafolio oscila entre un 0,1% y 2,2% del PIB trimestral (Ahmed y Zlate, 2014; Adler *et al.*, 2016; Bems *et al.*, 2016; Erduman y Kaya, 2016; Clark *et al.*, 2020). El Gráfico R2.1 resume algunos de estos hallazgos.

Gráfico R2.1

Efecto de la percepción de riesgo y *spread* de tasas de interés sobre flujos de portafolio hacia economías emergentes: equivalencia con el PIB trimestral



Fuente: cálculos del autor.

Un aspecto adicional que encuentra la literatura es que, durante episodios marcados por volatilidad e incertidumbre, los inversionistas reaccionan cautelosamente mediante el retiro de sus posiciones en mercados emergentes, los cuales son percibidos como relativamente más riesgosos (Milesi-Ferreti y Tille, 2011; Fratzscher, 2012; Broner *et al.*, 2013; Rey, 2013; Ananchotikul y Zhang, 2014; Koepke, 2014; Nier *et al.* 2014; Bruno y Shin, 2015)³. Para preservar sus inversiones, estos redireccionan sus capitales hacia activos percibidos como seguros, principalmente hacia bonos del tesoro emitidos por economías avanzadas, provocando así salidas de portafolio desde las economías emergentes.

La literatura también subraya la preferencia por rendimiento entre los inversionistas a la hora de localizar sus capitales, pues están dispuestos a asumir un cierto grado de riesgo mediante posiciones en mercados emergentes a cambio de un mayor retorno. En este sentido, el diferencial de las tasas de interés locales frente a las extranjeras ayuda a explicar las entradas de capitales, especialmente de bonos (Fernández-Arias, 1996; Taylor y Sarno, 1997; Montiel y Reinhart, 1999; Baek, 2006; Dahlhaus y Vasishtha, 2014; Feroli, *et al.*, 2014; Koepke, 2014; Fratzscher *et al.*, 2016; Adler *et al.*, 2016; Banerjee *et al.*, 2016; Erduman y Kaya, 2016). Este resultado podría ser simétrico; es decir, que aumentos en las tasas de interés de economías avanzadas, *ceteris paribus*, se traduce en las salidas de portafolio desde economías emergentes.

2 A lo largo de la literatura, la aversión al riesgo entre inversionistas se mide a través de la volatilidad en el desempeño de las acciones y el *spread* de tasas entre bonos del tesoro de los Estados Unidos y un bono corporativo con calificación de riesgo BBB.

3 Estos estudios se concentran en el comportamiento de los flujos de capital hacia economías emergentes. No obstante, se espera que las tendencias generales sean consistentes para el caso puntual de los flujos de portafolio.

De igual importancia resulta el alcance de la política monetaria local para mitigar fluctuaciones significativas en los flujos de capital de portafolio hacia economías emergentes. La evidencia sugiere que su efecto es ambiguo y, por tanto, que su efectividad en este aspecto es limitada. Algunos estudios de caso proveen información que permite concluir este hallazgo. El Cuadro R2.1 resume esos resultados. Por ejemplo, Kim (2014) encuentra efectos opuestos en la respuesta de los flujos de portafolio ante choques positivos en la tasa de interés doméstica en Corea del Sur. Por un lado, y acorde con los resultados esperados bajo el canal de riesgo, el recorte de tasas suscita una reducción en portafolios compuestos por acciones locales, reacción motivada por expectativas de deterioros en las condiciones económicas internas⁴. No obstante, y en concordancia con los resultados del canal de portafolio, también se observa un aumento en la compra de bonos locales, precipitada por un mayor rendimiento de estas posiciones en el mercado local, factor que propicia entradas de portafolio. A pesar de esto, existe otro tipo de herramientas a disposición de las autoridades en los mercados emergentes para contrarrestar la volatilidad en los flujos de portafolio, como son las políticas macroprudenciales y la adhesión a niveles de gasto fiscal sostenibles en el mediano plazo (Koepeke, 2019).

Cuadro R2.1
Efecto de la política monetaria local sobre los flujos de portafolio hacia economías emergentes

Fuente	Impacto	Flujo	Cuenta	Efecto como porcentaje del PIB	Frecuencia PIB
ElFayoumi y Hengge (2020)	Nulo	Total	Acciones, bonos	-	N/A
Byrne y Feiss (2016)	Nulo	Total	Acciones, bonos	-	N/A
Fratzscher (2012)	Nulo	Total	Total	-	N/A
Bluedorn <i>et al.</i> (2011)	Disminución	Total	Total	0,12%	Trimestral
	Disminución			0,40%	
	Disminución			0,30%	
	Disminución			0,10%	
Adugna (2016)	Disminución	Entradas	Portafolio	0,15%	Trimestral
	Disminución			0,40%	
	Nulo			-	
	Aumento			0,60%	
Kim (2014)	Aumento	Entradas	Bonos	1,00%	Mensual
	Disminución	Entradas	Acciones	2,00%	
Culha (2006)	Aumento	Salidas	Total	0,39%	Mensual

Fuente: elaboración del autor.

4 Culha (2006) argumenta que los incrementos en la tasa de interés doméstica son asimilados por el mercado mediante aumentos en la prima de riesgo, evento que, en el caso de Turquía, antecedió períodos de inestabilidad macroeconómica. Esto provoca una reacción adversa entre inversionistas, quienes retiran sus posiciones hacia mercados seguros.

Referencias

- Adler, G.; Djigbenou, M-L.; Sosa, S. (2016). "Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 60(C), pp. 8-28, Elsevier.
- Ahmed, S.; Zlate, A. (2014). "Capital Flows to Emerging Market Economies: a Brave New World?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, pp. 221-248, Elsevier.
- Ananchotikul, N.; Zhang, L. (2014). "Portfolio Flows, Global Risk Aversion and Asset Prices in Emerging Markets", IMF Working Paper, núm. 14-156, International Monetary Fund.
- Baek, I.-M. (2006). "Portfolio Investment Flows to Asia and Latin America: Pull, Push or Market Sentiment?", *Journal of Asian Economics*, vol. 17, núm. 2, pp. 363-373.
- Banerjee, R.; Devereux, M-B.; Lombardo, G. (2016). "Self-Oriented Monetary Policy, Global Financial Markets and Excess Volatility Of International Capital Flows", *Journal of International Money and Finance*, vol. 68(C), pp. 275-297, Elsevier.
- Bems, R.; Catão, L.; Kóczán, Z.; Lian, W.; Poplawski-Ribeiro, M. (2016). "Understanding the Slowdown in Capital Flows to Emerging Markets", *World Economic Outlook (WEO): Too slow for Too long*, FMI.
- Bluedorn, J.; Dutttagupta, R.; Guajardo, J.; Topalova, P. (2011). "International Capital Flows: Reliable or Fickle?", *World Economic Outlook (WEO): Tensions from the Two-Speed Recovery, Unemployment, Commodities, and Capital Flows*, FMI.
- Broner, F.; Didier, T.; Erce, A.; Schmukler, S.L. (2013). "Gross Capital Flows: Dynamics and Crises", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, núm. 1, pp. 113-133.
- Bruno, V.; Shin, H. S. (2015). "Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, núm. 1, pp. 119-132.
- Clark, J.; Converse, N.; Coulibaly, B.; Kamin, S. (2019). "Emerging Market Capital Flows and U.S. Monetary Policy", *International Finance*, núm. 23.
- Çulha, A. (2006). "A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows into Turkey", *Central Bank Review*, vol. 2, núm. 2, pp. 11-35.
- Dahlhaus, T.; Vasishtha, G. (2014). "The Impact of US Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies", Working Paper, núm. 14-53, Bank of Canada.
- Erduman, Y.; Kaya, N. (2016). "Time Varying Determinants of Bond Flows to Emerging Markets", *Central Bank Review*, vol. 16(2), pp. 65-72, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey.
- Fernandez-Arias, E. (1996) "The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?", *Journal of Development Economics*, vol. 48, núm. 2, pp. 389-418.
- Feroli, M.; Kashyap, A. K.; Schoenholtz, K. L.; Shin, H.S. (2014). "Market Tantrums and Monetary Policy", Chicago Booth Research Paper, pp. 14-09.
- Fratzscher, M.; Forbes, K.; Kostka, T.; Straub, R. (2016) "Bubble thy Neighbor: Portfolio Effects and Externalities from Capital Controls", *Journal of International Economics* 99, pp. 85-104.
- Fratzscher, M. (2012). "Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis", *Journal of International Economics*, vol. 88, núm. 2, pp. 341-356.
- Kim, S. (2014). "Effects of Monetary Policy Shocks on the Exchange Rate in the Republic of Korea: Capital Flows in Stock and Bond Markets", *Asian Development Review*, vol. 31, núm. 1, pp. 121-135.
- Koepke, R., (2014). "Fed Policy Expectations and Portfolio Flows to Emerging Markets", MPRA Paper 63519, University Library of Munich, Germany.
- Koepke, R. (2019). "What Drives Capital Flows to Emerging Markets?" A Survey of the Empirical Literature", *Journal of Economic Surveys*, 33: 516-540. doi:10.1111/joes.12273
- Milesi-Ferretti, G.-M.; Tille, C. (2011). "The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis", *Economic Policy*, vol. 26, núm. 66, pp. 289-346.
- Montiel, P.; Reinhart, C. M. (1999). "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s", *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, núm. 4, pp. 619-635.
- Nier, E.; Saadi-Sedik, T.; Mondino, T. (2014). "Gross Private Capital Flows to Emerging Markets: Can the Global Financial Cycle Be Tamed?", IMF Working Papers, 14.
- Obstfeld, M. (2012). "Financial Flows, Financial Crises, and Global Imbalances", *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, núm. 3, pp. 469-480.
- Rey, H. (2013). "Dilemma not Trilemma: the Global Cycle and Monetary Policy Independence", Proceedings Economic Policy Symposium-Jackson Hole, Kansas City: Federal Reserve Bank.
- Sarno, L.; Tsiakas, I.; Ulloa, B. (2016). "What Drives International Portfolio Flows?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 60(C), pp. 53-72, Elsevier.
- Taylor, M. P.; Sarno, L. (1997). "Capital Flows to Developing Countries: Long-And Short-Term Determinants", *The World Bank Economic Review*, vol. 11, núm. 3, pp. 451-470.