

¿Qué factores impulsan las salidas de capital del sector privado no financiero en América Latina?

Rodrigo Pérez Artica y Joel Rabinovich

Recibido: 08/03/2023
Aceptado: 10/06/2024

Resumen

Se analizan aquí las salidas brutas de capital del sector privado no financiero de seis grandes economías latinoamericanas durante las tres últimas décadas. Aunque recientemente se ha prestado considerable atención a las entradas de capital empresarial en los mercados emergentes, se ha omitido la acumulación de activos externos del sector privado no financiero de estos países. Esta omisión es sorprendente, dado que las salidas de los residentes contribuyen considerablemente al saldo de la cuenta financiera y a la vulnerabilidad financiera externa de la región. Además, aunque existen importantes diferencias entre países, se halló que, en general, estas salidas están: i) muy correlacionadas con el ciclo financiero mundial, ii) positivamente relacionadas con las entradas de capital y la balanza por cuenta corriente, lo que significa que crecen con una mayor disponibilidad de divisas y iii) aparentemente no se ven afectadas por los cambios en el riesgo de los activos internos.

Palabras clave

Capital, movimientos de capital, recursos financieros, corrientes financieras, ciclos económicos, sociedades, sector privado, macroeconomía, América Latina

Clasificación JEL

F30, F36, F40, F44

Autores

Rodrigo Pérez Artica es Profesor Adjunto en el Departamento de Economía de la Universidad Nacional del Sur (Argentina) e Investigador Adjunto en el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (IIESS-CONICET/UNS). Correo electrónico: rodrigo.perezartica@uns.edu.ar.

Joel Rabinovich es Profesor de Economía Política Internacional en el Departamento de Estudios Europeos e Internacionales del King's College de Londres. Correo electrónico: Joel.rabinovich@kcl.ac.uk.

I. Introducción

La estabilidad macroeconómica y el desarrollo económico de América Latina se han visto cada vez más en peligro debido a la volatilidad del capital extranjero. Esta mayor vulnerabilidad es una consecuencia directa de la creciente integración de la región en los mercados financieros mundiales (CEPAL, 2019) y se ha presentado como una fuente de restricciones financieras externas que afectan a las economías de América Latina y de los mercados emergentes en general (Abeles y Valdecantos, 2016; Pérez Caldentey, 2023).

Si bien la vulnerabilidad financiera externa ha ido en aumento desde mediados de la década de 1970, los cambios en la arquitectura financiera mundial a raíz de la crisis financiera mundial de 2008-2009 introdujeron fuentes específicas de vulnerabilidad. En particular, las empresas no financieras se convirtieron en un canal clave de liquidez mundial (Shin, 2014), especialmente a través de la emisión de bonos. Esto aumentó la prominencia del sector de las empresas no financieras como fuente de vulnerabilidad financiera externa para las economías de mercados emergentes frente al sector bancario e impulsó un escrutinio más detallado de los flujos financieros del sector en estas economías (Abraham, Cortina y Schmukler, 2021).

A pesar de que los estudios que han analizado específicamente el endeudamiento de las empresas no financieras en América Latina no son muy numerosos, presentan algunos hechos estilizados significativos. En primer lugar, el endeudamiento del sector empresarial no financiero parece paradójico en América Latina, donde se ha caracterizado por un superávit financiero continuo y bajos gastos de capital (Abeles y Pérez Caldentey, 2022; Pérez Artica, Delbianco y Brufman, 2017). Pérez Caldentey, Favreau Negront y Méndez Lobos (2019) muestran que el ciclo de intensa actividad de emisión de bonos que comenzó en 2009 condujo a un aumento de la fragilidad de las empresas latinoamericanas, con efectos potencialmente negativos en sus gastos de capital. Por último, De Camino, Pérez Caldentey y Vera (2023) destacan la importancia de los préstamos intraempresariales registrados como parte de los flujos de inversión directa en los datos de balanza de pagos y revelan su naturaleza de corto plazo al mostrar que están altamente correlacionados con el componente cíclico del producto interno bruto (PIB). Concluyen así que, a pesar de registrarse como inversión directa, estas entradas conllevan graves riesgos de fragilidad financiera.

Simultáneamente, el sector académico se ha interesado cada vez más en los flujos de capital brutos en lugar de los netos. Este cambio obedece a varios factores. En primer lugar, se hizo evidente la creciente magnitud de las entradas y salidas brutas en relación con los flujos netos, sobre todo con los cambios repentinos y significativos que siguieron a la crisis. Además, un análisis más profundo de las raíces de la crisis reveló la necesidad de centrarse más en las posiciones brutas que en los desequilibrios por cuenta corriente (Borio y Disyatat, 2015).

En consonancia con la sexta edición del *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6)* del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2009), en la literatura se suelen definir las entradas brutas como los pasivos externos netos contraídos y las salidas brutas como los activos externos netos acumulados por residentes en el territorio económico de un país determinado. Se considera que una unidad institucional es residente de un país cuando su centro de interés económico se encuentra dentro del territorio económico de ese país. Esto tiene varias repercusiones. En primer lugar, las salidas excluyen las remesas financieras al extranjero de los no residentes (como las empresas cuyo centro de interés económico se encuentra en el extranjero). En segundo lugar, cuando una empresa o individuo residente repatria activos previamente acumulados en el extranjero, esto se refleja como una salida bruta negativa. Los flujos netos de capital se declaran como saldo de la cuenta financiera en las estadísticas del MBP6 y se obtienen como diferencia entre las entradas y las salidas brutas.

Se observan algunos intentos incipientes de comprender los flujos financieros brutos de los distintos sectores institucionales dentro de cada país. La primera distinción que se hizo fue entre los flujos netos de los sectores privado y público (Alfaro, Kalemli-Ozcan y Volosovych, 2014). En otro estudio se analizan minuciosamente los flujos brutos generados por distintos agentes privados, como empresas y bancos (Avdjiev y otros, 2022). Curiosamente, las pruebas reunidas en estos estudios muestran que la dinámica cíclica de los flujos financieros externos difiere sistemáticamente según el papel del sector nacional como prestatario o prestamista en la relación financiera.

En este contexto, el objetivo del presente artículo es ofrecer una caracterización empírica de las salidas brutas de capital originadas en el sector de los hogares y las empresas no financieras a lo largo de las tres últimas décadas en seis grandes economías latinoamericanas, a saber: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Varias consideraciones importantes motivaron el interés en las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras en América Latina. En primer lugar, este trabajo se centra en el sector de los hogares y las empresas no financieras porque, de todos los que figuran en los datos del MBP6, es el sector institucional que más se corresponde con el sector de las empresas no financieras. Aunque se ha realizado una importante labor para comprender el alcance y las repercusiones de las entradas del sector, aún no se ha logrado una caracterización sistemática de las salidas brutas en la región, a pesar de su importancia como fuente de demanda de divisas y de crisis monetarias (Calderón y Kubota, 2013). Además, teniendo en cuenta el superávit financiero y los bajos gastos de capital del sector empresarial no financiero en la región, un estudio de sus salidas brutas puede resultar informativo sobre los usos alternativos que se están haciendo de los ingresos de los bonos.

Asimismo, algunas investigaciones recientes han puesto de relieve la necesidad de examinar la interacción entre las salidas brutas y otras variables clave de la balanza de pagos. Para ilustrar esto, se sigue la línea de la CEPAL (2019) y se utiliza la siguiente identidad:

$$\text{Balanza por cuenta corriente-cuenta financiera} = \Delta \text{reservas internacionales} \quad (1)$$

Al descomponer el saldo de la cuenta financiera como la diferencia entre las salidas financieras brutas (acumulación neta de activos externos) y las entradas (acumulación neta de pasivos externos), la identidad es la siguiente:

$$\text{Salidas brutas} = \text{balanza por cuenta corriente} + \text{entradas brutas} - \Delta \text{reservas internacionales} \quad (2)$$

Entre otras cosas, la ecuación 2 muestra el papel de las salidas durante una interrupción súbita de las entradas brutas. Un importante debate en la literatura se centra en este punto. Algunos estudios han demostrado que una disminución repentina de las entradas de capital podría compensarse mediante una reducción de las salidas de capital de los residentes sin evolucionar necesariamente hacia una interrupción súbita de los flujos netos de capital que imponga un ajuste costoso de la balanza por cuenta corriente (Cavallo, Izquierdo y Leon-Díaz, 2017). Por el contrario, otros investigadores han encontrado que esta compensación es débil (CEPAL, 2019), fortaleciendo los argumentos a favor de los controles de capital. El presente estudio contribuye al debate en curso en la literatura destacando esta relación específicamente para el sector de los hogares y las empresas no financieras en la región.

Los propios inversionistas locales pueden desencadenar una crisis de la balanza de pagos al pasar repentinamente a posiciones más grandes en activos externos (Calderón y Kubota, 2013), un fenómeno que Forbes y Warnock (2021) denominan “fuga repentina”.

En este trabajo se proporcionan resultados novedosos con repercusiones significativas. En primer lugar, se construye un marco conceptual para explicar las salidas brutas organizando los argumentos teóricos de la literatura. Con respecto a los resultados empíricos, el primer análisis descriptivo muestra

que las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras son cuantitativamente grandes y eclipsan claramente a las salidas bancarias. También están negativamente correlacionadas con las salidas oficiales (principalmente de activos de reserva del banco central), lo que refuerza los argumentos a favor de un desglose sectorial del análisis de los flujos financieros. Además, mientras las entradas nacionales brutas superan claramente a las salidas nacionales brutas (excluidas las reservas del banco central), las entradas y salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras son cuantitativamente similares. Las fuentes de estas diferencias se explican más adelante.

A continuación, se construye un modelo econométrico parsimonioso que considera cuatro conjuntos principales de factores: i) el ciclo financiero mundial, principalmente a través del riesgo mundial; ii) las variables nacionales que afectan las divisas y al ahorro; iii) las entradas de capital extranjero dirigidas especialmente al sector no financiero; y iv) las variables que influyen en el riesgo relativo de los activos nacionales. También se considera el impacto de otros factores estructurales e institucionales, como el grado de desarrollo financiero y las distintas medidas de control de capitales.

Los principales resultados pueden resumirse como sigue:

- i) No solo las salidas totales, sino también las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras están correlacionadas con el ciclo financiero mundial, principalmente a través del movimiento conjunto con el riesgo del mercado de capitales y la aversión al riesgo;
- ii) Las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras están positivamente relacionadas con la balanza por cuenta corriente, lo que supone que el sector de los hogares y las empresas no financieras de la región capitaliza la disponibilidad de divisas que deriva de los excedentes por cuenta corriente para financiar la acumulación de activos externos;
- iii) Las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras también están positivamente relacionadas con las entradas brutas al mismo sector, así como con la inversión extranjera directa (IED) (una fuente de entradas financieras a las economías de mercados emergentes que ha cobrado importancia en la última década) y las entradas del sector oficial, y este resultado es particularmente relevante en una fase en la que predominan las entradas brutas al sector empresarial no financiero;
- iv) Existen datos de que el rendimiento de los activos nacionales tiene un efecto negativo en las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras, pero estas pruebas son insuficientes, y el riesgo de los activos nacionales no parece afectar las salidas de este sector. En resumen, las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras no parecen prestarse fácilmente a las explicaciones de la teoría de la cartera óptima.

Este estudio se divide en seis secciones, incluida esta introducción. En la segunda sección se presenta el marco conceptual utilizado para analizar los determinantes de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras. En la tercera sección se presenta la metodología utilizada para construir las series de salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras y se analiza el comportamiento de dichas salidas. En la cuarta sección se describe el procedimiento de estimación y en la quinta se presentan los resultados empíricos que caracterizan las salidas del sector analizado. En la sexta y última sección se detallan las conclusiones del trabajo.

II. Marco conceptual para analizar los determinantes de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras en América Latina

Existen al menos dos dimensiones en las que se pueden conceptualizar las distintas fuentes de salidas en un sector determinado.

En primer lugar, las salidas brutas o la acumulación de activos externos pueden considerarse el resultado de decisiones de cartera: los residentes deben decidir qué proporción de su cartera se mantendrá en activos externos. En consecuencia, el marco conceptual de este trabajo permite organizar las distintas fuentes de salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras como factores de crecimiento de cartera o de reasignación de cartera. Los factores de crecimiento de la cartera son aquellos que aumentan el total de activos del sector de los hogares y las empresas no financieras, incluso cuando las participaciones en la cartera se mantienen constantes. Esto puede ocurrir debido a un aumento de la financiación local (nuevo ahorro interno) o de las fuentes externas de financiación (las entradas financieras son una fuente clave). Por el contrario, los factores de reasignación de la cartera son los que suponen cambios en los rendimientos o riesgos nacionales frente a los activos externos y, por lo tanto, provocan un cambio en las participaciones en la cartera. Este tema se ha abordado en diversos estudios (Kraay y Ventura, 2000 y 2002; Tille y Van Wincoop, 2010).

En segundo lugar, estas fuentes de variación de las salidas pueden clasificarse según la distinción tradicional entre factores de impulso y atracción (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; Fernández-Arias, 1996). Los factores de impulso son fuerzas externas que afectan la liquidez mundial, los rendimientos, el riesgo o la aversión al riesgo en los mercados financieros mundiales. Por el contrario, los factores de atracción están relacionados con las condiciones internas que permiten o provocan la acumulación de activos en el extranjero (por ejemplo, el crecimiento interno, la mayor disponibilidad de divisas y el aumento del riesgo de los activos internos).

Las fuentes de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras se analizan en detalle en el resto de esta sección, que organiza los factores en función de su pertenencia a la categoría de factores de atracción o internacionales o, por el contrario, son el resultado de las condiciones internas que conducen a la acumulación de activos externos. Las entradas brutas de capital se abordan como un factor relevante por sí mismas, ya que no se pueden clasificar como una variable de atracción o de impulso. Dentro de cada categoría general, se definen los factores que actúan como fuentes de crecimiento o reasignación de la cartera.

1. Factores de impulso o del ciclo financiero mundial

a) Riesgo mundial y aversión al riesgo

La mayoría de los autores que se ocupan de los flujos brutos, como Forbes y Warnock (2012), Calderón y Kubota (2013) y Avdjiev y otros (2022), constata que los ciclos de los flujos de capital están fuertemente correlacionados con el índice de volatilidad del mercado financiero de la Bolsa de Opciones de Chicago, una medida utilizada como indicador indirecto del riesgo y la aversión al riesgo en los mercados financieros mundiales. Teniendo en cuenta la creciente importancia de las empresas no financieras como impulsoras de la liquidez mundial tras la crisis financiera mundial de 2008-2009 (Avdjiev, Chui y Shin, 2014; Kim y Shin, 2021), se prevé que este sea un factor condicionante más fuerte para los flujos del sector de los hogares y las empresas no financieras en ese período.

Según el marco conceptual adoptado, el aumento del riesgo y de la aversión al riesgo en los mercados financieros mundiales debería afectar negativamente la acumulación de activos externos por parte del sector de los hogares y las empresas no financieras, debido a los efectos de los factores de crecimiento de la cartera y de reasignación de la cartera. La disminución de las entradas de capital procedentes de inversionistas extranjeros con aversión al riesgo podría disuadir las salidas a través de un canal de crecimiento de la cartera. Una vez más, un aumento del riesgo de los activos externos frente a los nacionales podría desalentar las salidas a través de un canal de reasignación de carteras¹.

En la literatura se proporciona evidencia de que los flujos de salida están negativamente relacionados con el riesgo mundial. De hecho, sobre la base de una muestra de 99 países (tanto economías de mercado desarrolladas como emergentes), Calderón y Kubota (2013) muestran que la probabilidad de una “interrupción súbita impulsada por los flujos de salida” disminuye o muestra una relación no significativa con un aumento del índice de volatilidad. Asimismo, Forbes y Warnok (2012) estudian una muestra de 59 economías y constatan que la probabilidad de una “fuga repentina” de los inversionistas nacionales disminuye cuando aumenta el riesgo mundial y que el riesgo mundial conduce a una mayor probabilidad de que los inversionistas nacionales reduzcan sus posiciones de inversión en el extranjero. Por último, Adler, Djigbenou y Sosa (2016) analizan una muestra de 38 economías de mercados emergentes y constatan que la acumulación de activos externos por parte de los residentes es especialmente sensible a las perturbaciones del riesgo financiero mundial, y que las repatriaciones de activos compensan las contracciones de las entradas brutas cuando se produce una perturbación financiera mundial. Así, se formula la siguiente hipótesis sobre el impacto de un aumento del índice de volatilidad en las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras:

- Hipótesis 1: El riesgo mundial está negativamente relacionado con las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras.

2. Determinantes internos o de atracción de los flujos de capital

El siguiente conjunto de determinantes incluye factores específicos de cada país. Estos pueden entenderse como determinados en su mayor parte a nivel nacional, en lugar de estar determinados principalmente por fuerzas mundiales, e incluyen: i) la balanza por cuenta corriente, ii) el crecimiento interno y iii) variables que caracterizan la rentabilidad y el riesgo de los activos nacionales.

a) Balanza por cuenta corriente

Es posible esbozar dos efectos opuestos sobre las salidas derivados de la balanza por cuenta corriente. En primer lugar, dado que la balanza por cuenta corriente representa un ahorro interno superior a la inversión interna, se puede interpretarla como una fuente de crecimiento de la cartera y, por lo tanto, esperar una relación positiva con las salidas. Es importante señalar que un saldo positivo de la balanza por cuenta corriente también conduce a un aumento de la disponibilidad de divisas para incrementar la acumulación de activos externos. Por el contrario, dado que sucesivos saldos negativos de la balanza por cuenta corriente aumentarán la probabilidad de que un país se quede sin financiación externa, provocando expectativas de depreciación del tipo de cambio, cabría esperar que en esas circunstancias prevaleciera una relación negativa.

Hasta ahora, la evidencia empírica apunta a una relación positiva entre las salidas brutas y la balanza por cuenta corriente. Específicamente, Calderón y Kubota (2013) muestran que la probabilidad

¹ Más adelante se examina la manera en que un mayor riesgo mundial puede conducir a un riesgo interno aún mayor.

de lo que denominan una interrupción súbita inducida por salidas aumenta cuando el saldo de la balanza por cuenta corriente se vuelve positivo. Broner y otros (2013) también encuentran que la balanza por cuenta corriente se relaciona positivamente con las salidas brutas de capital de los residentes.

Dado que la balanza por cuenta corriente incluye la cuenta de ingreso primario, en la que se registra el ingreso de inversión, una correlación positiva entre la balanza por cuenta corriente y los activos acumulados en el extranjero podría parecer trivial. En particular, el crecimiento de los activos externos conduce a un aumento de los ingresos financieros. Sin embargo, hay pruebas de que también intervienen otras fuerzas. En primer lugar, Broner y otros (2013) encuentran una fuerte relación positiva entre las salidas y la balanza comercial por sí misma. En segundo lugar, Calderón y Kubota (2013) encuentran que los países con abundantes recursos naturales son más propensos a experimentar interrupciones súbitas impulsadas por las salidas.

Teniendo en cuenta tanto los argumentos teóricos como los empíricos resumidos anteriormente, se espera una relación positiva entre la balanza por cuenta corriente y las salidas, que proporciona la siguiente hipótesis:

- Hipótesis 2: La balanza por cuenta corriente está positivamente correlacionada con las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras.

b) Crecimiento interno

La literatura empírica revisada por Koepke (2019) muestra que el crecimiento interno también es un importante motor de las entradas de capital. Esta evidencia es coherente con que el crecimiento interno atrae a los inversionistas extranjeros, en la línea de las fuerzas de atracción propuestas por Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).

Sin embargo, la relación teórica entre el crecimiento y las salidas brutas resulta ser menos directa y apunta hacia dos efectos opuestos. Un aumento del ahorro del sector de los hogares y las empresas no financieras asociado al crecimiento interno puede conducir a la acumulación de activos externos a través de un efecto de crecimiento de la cartera. Kraay y Ventura (2000) destacan este canal.

Hasta ahora, la evidencia empírica parece apoyar la prevalencia de una relación positiva entre el crecimiento interno y las salidas. Broner y otros (2013) encuentran que el producto interno está positivamente relacionado tanto con las entradas como con las salidas. En segundo lugar, el crecimiento interno no parece conducir a ninguna reducción significativa de la probabilidad de que las salidas se conviertan en “fugas repentinas” o en episodios de interrupción súbita impulsados por las salidas (Calderón y Kubota, 2013; Forbes y Warnock, 2012). En otras palabras, según la literatura empírica centrada en los flujos brutos a nivel de país, se debería, en todo caso, esperar que el crecimiento interno tenga un impacto positivo en las salidas.

Así, se formula la siguiente hipótesis sobre la relación entre el crecimiento interno y las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras:

- Hipótesis 3: La relación entre el crecimiento interno y las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras es ambigua, potencialmente positiva o negativa.

c) Rentabilidad y riesgo de los activos nacionales

Como se señaló anteriormente, los estudios que hacen hincapié en la naturaleza de decisión de cartera de los flujos de capital muestran que los cambios en los rendimientos y los riesgos deberían provocar cambios en la acumulación de activos externos. Esto también se observa en la literatura sobre interrupciones súbitas, que enmarca estos episodios como cambios repentinos en la composición de

la cartera. Al analizar la importancia relativa de los factores internos (de atracción) frente a los externos (de impulso), Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) consideran indicadores de rendimientos internos como los rendimientos de la bolsa de valores y los diferenciales de las tasas de interés. Una vez más, muchas variables utilizadas en la literatura sobre flujos brutos de capital reflejan los riesgos de los activos nacionales, por ejemplo, la balanza por cuenta corriente, la política fiscal y monetaria expansiva y la dolarización de los pasivos de los sectores público y privado (Calderón y Kubota, 2013).

Empíricamente, aunque Meng y Van Wincoop (2020) encuentran pruebas de que la reasignación de carteras domina las variaciones a corto plazo de los flujos de salida de los Estados Unidos hacia los distintos países, son menos importantes y persistentes que los factores de crecimiento de las carteras.

Así, se formula la siguiente hipótesis:

- Hipótesis 4: El riesgo de los activos nacionales tiene una relación positiva con las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras.

3. Entradas brutas de capital en el sector de los hogares y las empresas no financieras

El estudio de las entradas de capital en el sector de las empresas no financieras, en lugar de las entradas agregadas, ha adquirido mayor relevancia desde la crisis financiera mundial de 2008-2009. El aumento de las emisiones de bonos denominados en dólares por parte de las empresas de las economías de mercados emergentes en este período ha llevado a los estudiosos a considerar a las empresas como un nuevo motor de la liquidez mundial (Avdjiev, McCauley y Shin, 2016; Shin, 2013), lo que ha contribuido a aumentar el riesgo de crédito y las vulnerabilidades del sector externo en estos países (FMI, 2019).

En otras investigaciones se ha señalado la proliferación de la acumulación de activos financieros nacionales como una de las principales aplicaciones de los fondos captados por las empresas en las economías de mercados emergentes (Bruno y Shin, 2017; Hardy y Saffie, 2019). Sin embargo, los vínculos entre estas entradas y la acumulación de activos externos por parte de las empresas en las economías de mercados emergentes todavía no se han analizado sistemáticamente.

Las entradas brutas de capital pueden conducir a un aumento de las salidas empresariales de varias maneras². En primer lugar, existe un simple factor de crecimiento de la cartera. Las entradas representan un aumento en el pasivo del balance para el sector de los hogares y las empresas no financieras que debería corresponderse con un aumento en el activo, dando lugar a un aumento proporcional de los activos externos y nacionales si las participaciones de cartera permanecen invariables. Además, esta relación positiva podría ser simplemente el resultado de que las empresas más grandes obtienen créditos bancarios en el extranjero y dejan inicialmente los ingresos como depósitos en el banco prestamista³.

Además, los procesos de reasignación de carteras pueden vincular mayores entradas con mayores salidas. En primer lugar, las nuevas entradas pueden provocar mayores salidas si el riesgo tiene un impacto asimétrico en los inversionistas nacionales y extranjeros. Para dar sentido a la correlación positiva entre entradas y salidas brutas, en la literatura se han definido factores que producen asimetría entre las percepciones de riesgo de los inversionistas nacionales y extranjeros, como el riesgo cambiario y soberano, y las diferentes estrategias de cobertura (Broner y otros, 2013; Milesi-Ferretti y Tille, 2011). Estas también pueden ser fuerzas de reasignación de carteras subyacentes a la asociación positiva entre entradas y salidas.

² Varias de ellas ya se han mencionado anteriormente, dado que las entradas de capitales pueden actuar como un canal a través del cual los factores de impulso influyen en las salidas.

³ Se agradece a un evaluador anónimo por señalar esta posibilidad.

Por último, la necesidad de cubrir los desajustes cambiarios derivados de la deuda denominada en dólares también podría conducir de las entradas externas a la acumulación de activos financieros externos.

En el caso de América Latina, De Camino, Pérez Caldentey y Vera (2023) destacan la importancia de los préstamos intraempresariales registrados como parte de los flujos de inversión directa en los datos de la balanza de pagos y revelan su naturaleza de corto plazo al mostrar que están sumamente correlacionados con el componente cíclico del PIB. Concluyen que, a pesar de registrarse como inversión directa, estas entradas conllevan graves riesgos de fragilidad financiera. Por lo tanto, se llevan a cabo ejercicios de robustez para los resultados principales de este trabajo, en los que se incluyen las entradas de inversión directa como parte de las entradas del sector de los hogares y las empresas no financieras.

En consecuencia, se propone la siguiente hipótesis para la relación entre las entradas y las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras:

- Hipótesis 5: Las entradas del sector de los hogares y las empresas no financieras deberían tener una relación positiva con las salidas de dicho sector.

III. Introducción de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras

En esta sección se aborda la metodología utilizada para construir las series de salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras utilizando la base de datos de la balanza de pagos del FMI. A continuación, se destacan varios aspectos importantes del comportamiento de las salidas del sector examinado. En primer lugar, se analiza la importancia de este sector como fuente de acumulación de activos externos de los países. En segundo lugar, se analiza la manera en que estos flujos interactúan con el ciclo financiero mundial. Por último, se evalúa si existe una correlación positiva entre las salidas y las entradas de capital de los hogares y las empresas no financieras, dado que en la literatura se documenta una relación entre las salidas y entradas de capital a nivel de país.

1. Metodología para construir las series de salidas de capital del sector de los hogares y las empresas no financieras

Dado que el principal objetivo de este trabajo es analizar la evolución de las salidas brutas de capital originadas en el sector de los hogares y las empresas no financieras en América Latina, se recurre a las partidas de la cuenta financiera de la base de datos de balanza de pagos del FMI. La estimación de las salidas brutas de capital del sector estudiado comprende, en principio, tres tipos diferentes de flujos originados en este sector institucional: otra deuda de inversión, acciones de cartera y deuda de cartera. Cuando están disponibles, se suman las tres partidas para obtener la medida utilizada de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras:

$$\text{Salidas del sector de hogares y empresas no financieras} = \text{salidas de otra deuda de inversión} + \text{acciones de cartera} + \text{deuda de cartera} \quad (3)$$

Otra deuda de inversión representa una gran parte de las salidas totales del sector analizado e incluye sobre todo divisas y depósitos (así como préstamos, créditos comerciales y cuentas por cobrar). De conformidad con otros estudios (Avdjiev y otros, 2022), se ignoran otros tipos de flujos, como los

derivados financieros⁴ y otras inversiones en acciones⁵. Estos flujos son a menudo insignificantes y se recogen en forma dispersa en la base de datos de la balanza de pagos (véanse el anexo 1⁶ y Avdjiev y otros, 2022).

Además, se excluyen los flujos de inversión directa del análisis principal porque estos flujos no están desglosados por sector institucional y, por lo tanto, no es posible distinguir entre flujos de IED bancaria y no bancaria. Por último, se adopta un enfoque ciertamente ingenuo y se excluyen otras fuentes de salidas de residentes que pueden registrarse como errores y omisiones. La falta de un desglose sectorial de los errores y omisiones impediría cuantificar adecuadamente su contribución a las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras, incluso si se intentara.

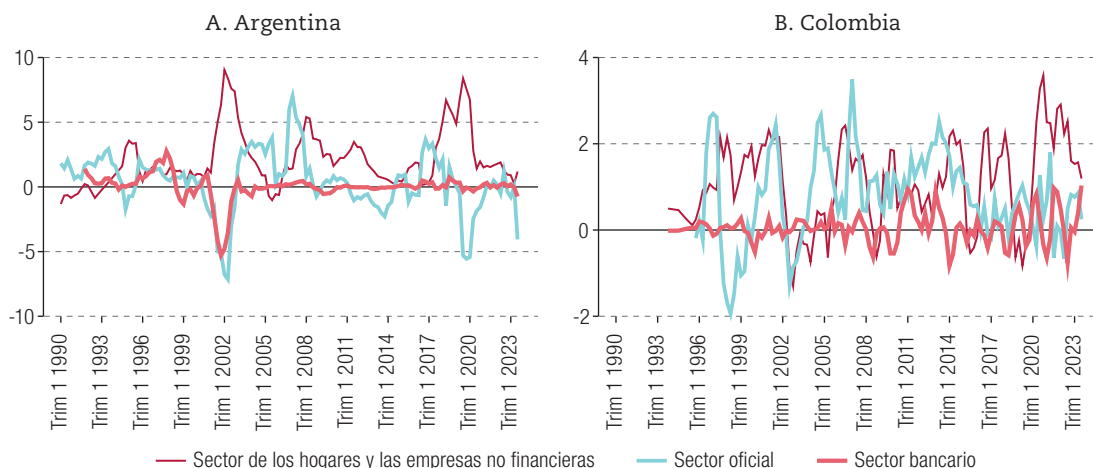
En el anexo 2 se muestran los datos disponibles para las tres partidas que componen la estimación de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras por país y se describe el procedimiento de cumplimentación utilizado para sustituir las observaciones faltantes. Al final se dispone de 757 observaciones trimestrales para la serie de salidas del sector analizado, que abarcan los seis países de la muestra para el período comprendido entre el primer trimestre de 1990 y el tercer trimestre de 2023.

a) Salidas de capital por sector institucional

En cada panel del gráfico 1 se muestra la evolución de las salidas de capital para distintos sectores institucionales en cada uno de los seis países latinoamericanos incluidos en este estudio. De conformidad con Avdjiev y otros (2022), se distinguen tres sectores institucionales: i) el sector de los hogares y las empresas no financieras; ii) el sector bancario, y iii) el sector oficial, que comprende el gobierno central y el banco central, la mayor parte de cuyos activos externos está compuesta por activos de reserva del banco central (véase el anexo 1). Estos flujos se normalizan en función del PIB en dólares corrientes.

Gráfico 1

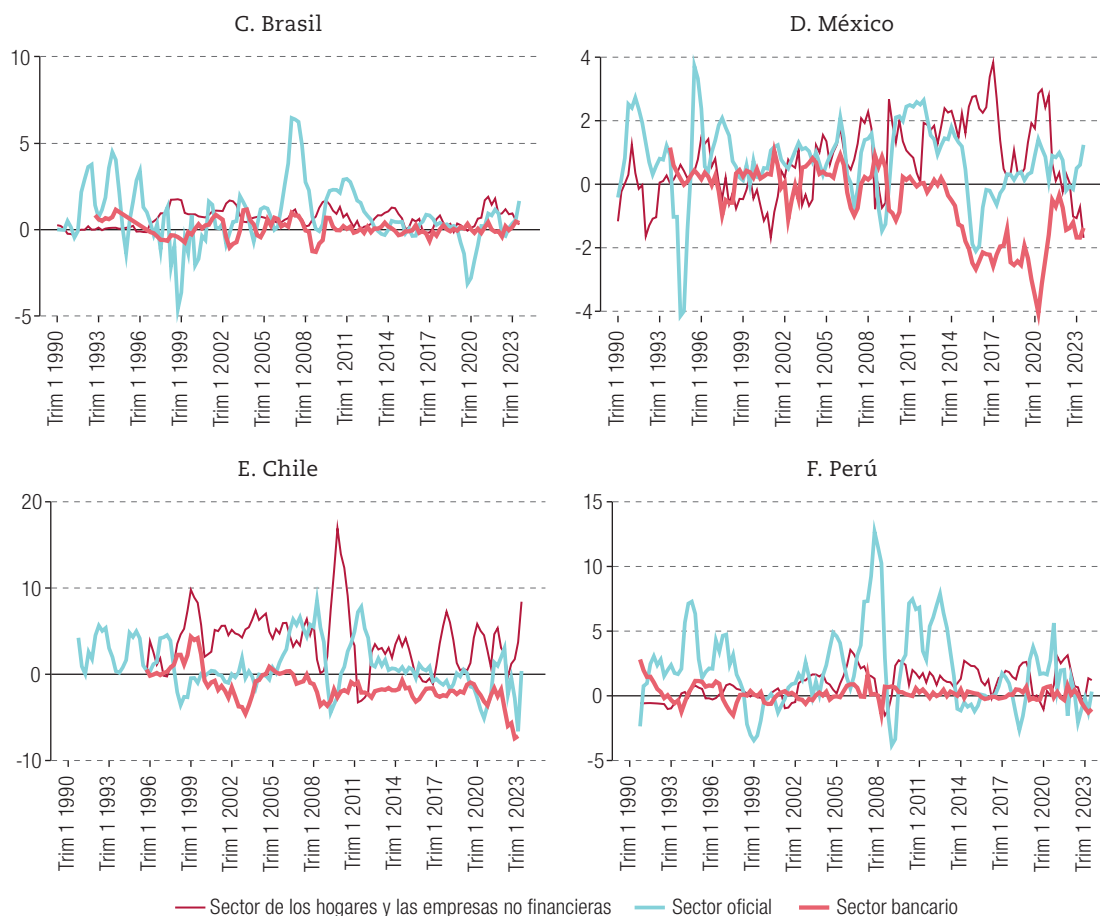
América Latina (6 países): salidas financieras originadas en el sector de los hogares y las empresas no financieras, el sector bancario y el sector oficial, medias móviles de cuatro trimestres, primer trimestre de 1990 a primer trimestre de 2023
(En porcentajes del PIB)



⁴ Incluyen los derivados y las opciones de compra de acciones de los empleados y excluyen los derivados financieros vinculados a la gestión de activos de reserva.

⁵ Se incluyen inversiones en acciones distintas de las inversiones directas, los activos de reserva y los valores (esta última partida se incluye en la categoría de flujos de capital de cartera).

⁶ Los anexos están disponibles en inglés en [en línea] https://www.dropbox.com/scl/fi/1lru7co8417xicw6f4xzb/03_PerezArticaRabinovich_Cepal_Appendix.pdf?rlkey=r977k79r4yfsghlt2ugim2hh8&st=gke17ju7&dl=0.



Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico 1 se destacan tres hallazgos importantes. En primer lugar, se observa que las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras son, en promedio, muy grandes en relación con otros sectores y con las salidas totales a nivel nacional. Esto es muy llamativo en la Argentina, Chile, Colombia y México, por ejemplo, donde las salidas de este sector eclipsan a las de los otros, incluidas las de activos de reserva oficiales, durante períodos de tiempo considerables. En segundo lugar, se revela la insignificancia de los flujos bancarios en relación con los flujos del sector de los hogares y las empresas no financieras. En tercer lugar, los datos sugieren que, a pesar de sus fluctuaciones, las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras son predominantemente positivas para la mayoría de los países de la muestra.

También sugieren que para la mayoría de los países existe una correlación negativa entre las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras y las oficiales, lo que refuerza los argumentos a favor de un análisis que desglose los flujos nacionales en componentes sectoriales. El cuadro 1 confirma esta correlación negativa entre las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras y las oficiales y muestra que es estadísticamente sustancial para tres de los seis países analizados.

Cuadro 1

América Latina (6 países): correlación entre las salidas del sector de los hogares y las salidas oficiales

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Coefficiente de correlación de Pearson	-0,3650***	-0,1654	-0,2446**	-0,1393	-0,1935**	-0,0310
Valor <i>p</i>	0,0000	0,0620	0,0128	0,1565	0,0286	0,7324

Fuente: Elaboración propia.

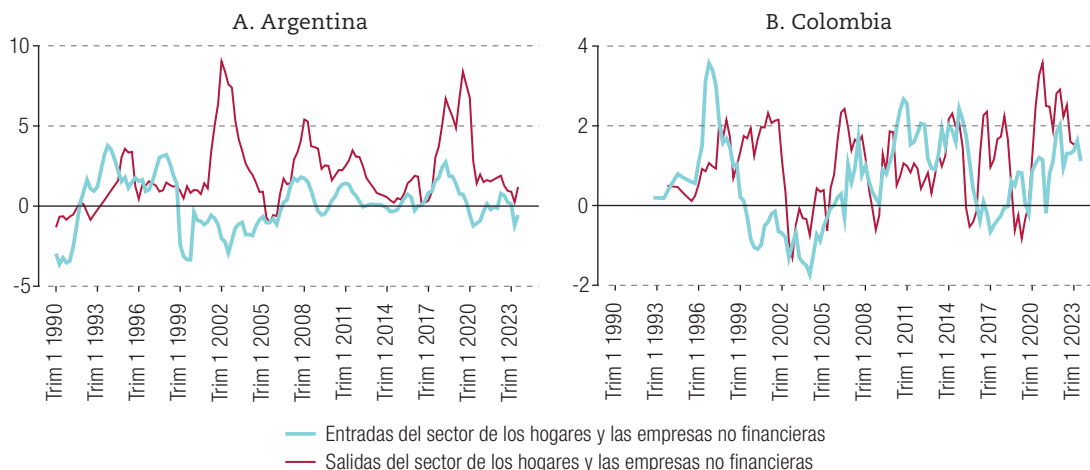
Nota: *** Significativo al 1%; ** significativo al 5%.

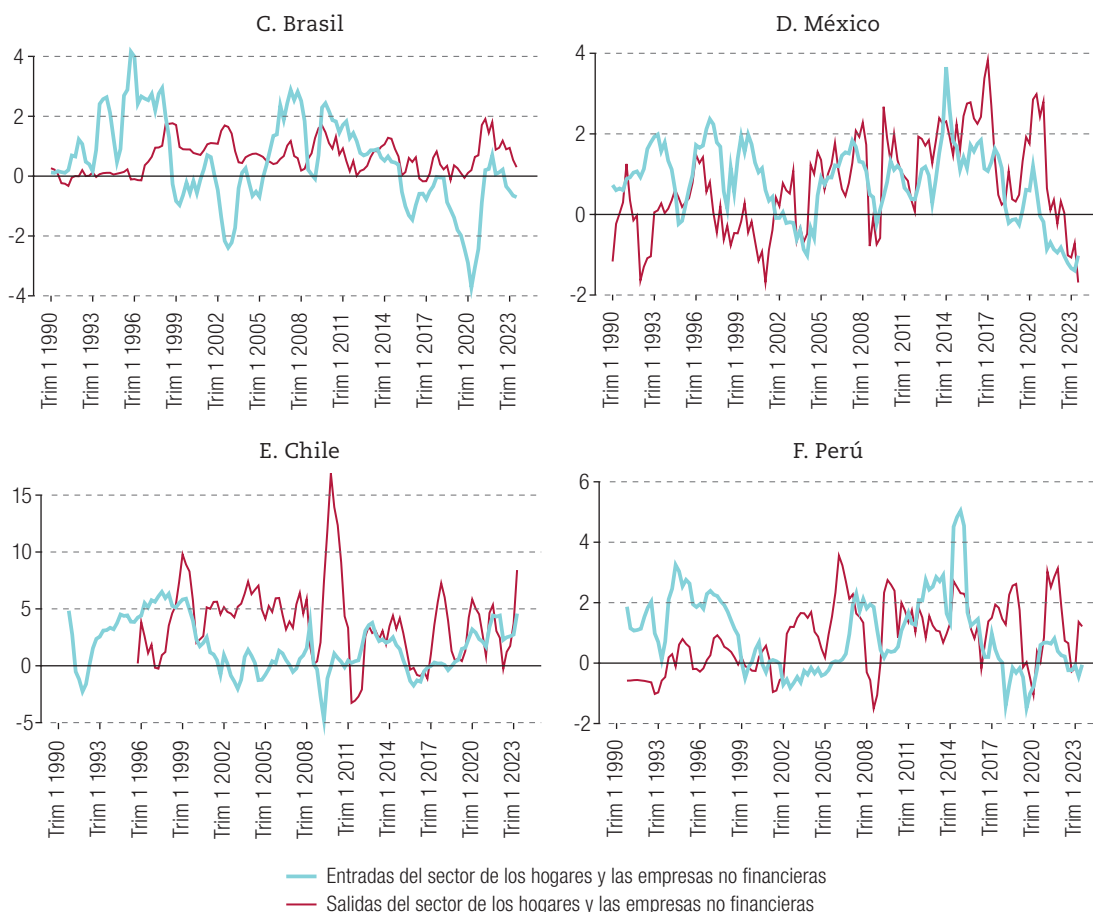
b) Salidas y entradas del sector de los hogares y las empresas no financieras

También es posible hacerse una idea de la magnitud de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras comparándolas con las entradas de dicho sector. Estas se calculan mediante el mismo procedimiento utilizado para obtener las series de salidas, considerando las entradas de otra deuda de inversión, acciones de cartera y deuda de cartera. al sector de los hogares y las empresas no financieras. En el gráfico 2 se muestran las series temporales de entradas y salidas brutas del sector de referencia en los seis países considerados. Las salidas son cuantitativamente sustanciales en relación con las entradas en el sector. También puede observarse que las salidas del sector (excluidas las reservas del banco central) superan a las entradas en algunos periodos. Esto es lo contrario de la relación entre las entradas y salidas totales de toda la economía, como se muestra en CEPAL (2019). En ese estudio, los autores encuentran que las salidas totales son relativamente insignificantes en comparación con las entradas totales.

Gráfico 2

América Latina (6 países): entradas y salidas financieras del sector de los hogares y las empresas no financieras, medias móviles de cuatro trimestres, primer trimestre de 1990 a primer trimestre de 2023
(En porcentajes del PIB)





Fuente: Elaboración propia.

La divergencia entre la relación entre las entradas y las salidas totales y la relación entre las entradas y las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras puede atribuirse a dos factores principales. En primer lugar, las entradas de inversión directa se excluyen de las entradas del sector de los hogares y las empresas no financieras porque los flujos de este sector y los bancarios no pueden desagregarse. En segundo lugar, aunque las entradas oficiales constituyen una parte sustancial de las entradas nacionales brutas, el mayor componente de las salidas oficiales (las reservas internacionales del banco central) no se incluye en las series de salidas nacionales.

En resumen, el reciente aumento de la relevancia de las entradas de las empresas no financieras, junto con la gran magnitud de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras en relación con las entradas del sector, hacen que su estudio sea aún más relevante para la evaluación de la vulnerabilidad externa de los países latinoamericanos.

c) Algunas diferencias entre países

Al analizar las series temporales de salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras surgen algunas diferencias entre los países estudiados. En primer lugar, existen diferencias sustanciales en el nivel medio de las salidas, con Chile a la cabeza durante todo el período considerado, seguido de la Argentina. En el cuadro 2 se observa que las salidas medias del sector de los hogares y las empresas

no financieras en relación con el PIB denominado en dólares fueron entre cuatro y cinco veces mayores en Chile que en el Brasil, Colombia, México o el Perú, y casi el doble que en la Argentina. En el cuadro también se muestra que esta diferencia disminuyó a lo largo de las décadas.

Cuadro 2

América Latina (6 países): salidas financieras promedio del sector de los hogares y las empresas no financieras, por país y década
(En porcentajes del PIB)

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Década de 1990	0,9	0,4	3,8	1,0	0,0	0,0
Década de 2000	2,8	0,7	5,9	1,0	0,7	1,2
Décadas de 2010 y 2020 ^a	2,4	0,6	2,6	1,3	1,4	1,3
Promedio general	2,1	0,6	3,8	1,1	0,7	0,9

Fuente: Elaboración propia.

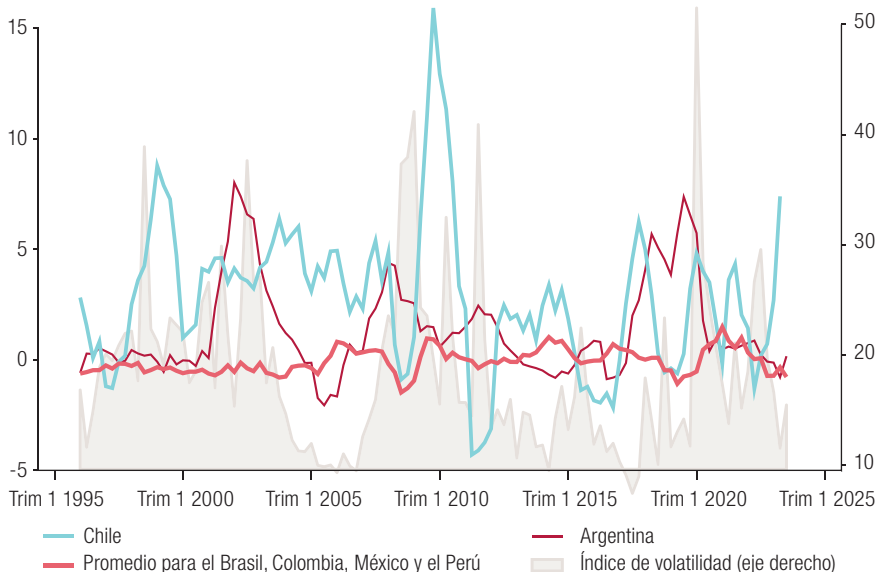
^a Hasta el tercer trimestre de 2023.

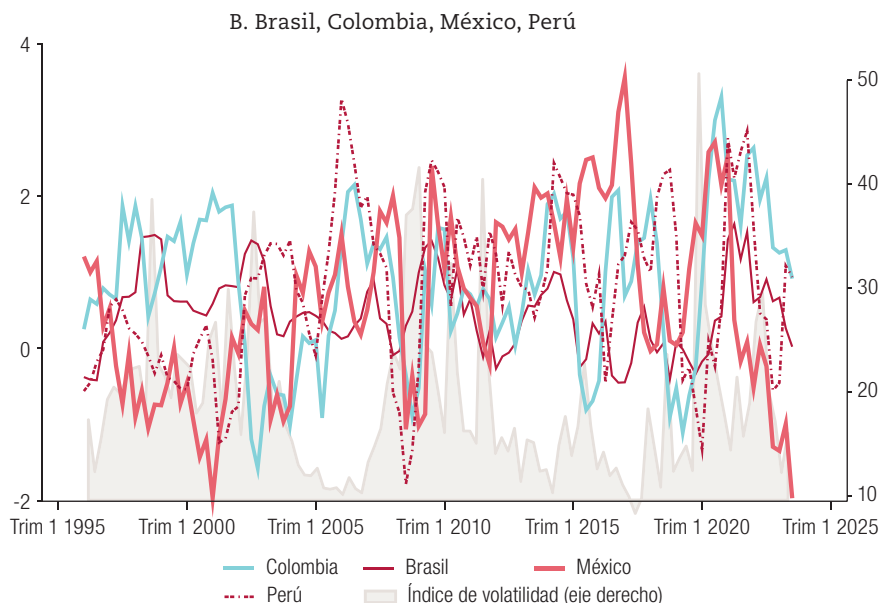
En segundo lugar, la tendencia de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras parece haber sido positiva en los cuatro países con niveles medios más bajos. En tercer lugar, cuando la serie temporal de salidas se compara con el índice de volatilidad, como en los dos paneles del gráfico 3, se observa que los movimientos más extremos de las salidas del sector estudiado se produjeron en las proximidades de fluctuaciones extremas del riesgo mundial y de la aversión al riesgo. En promedio, las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras parecen mostrar una relación negativa con el índice de volatilidad, algo que confirman los resultados econométricos que se presentan a continuación.

Gráfico 3

América Latina (6 países): salidas financieras del sector de los hogares y las empresas no financieras y riesgo financiero medido por el índice de volatilidad del mercado financiero de la Bolsa de Opciones de Chicago, primer trimestre de 1995 a tercer trimestre de 2024
(En porcentajes del PIB y valores del índice)

A. Argentina y Chile





Fuente: Elaboración propia.

Nota: El índice de volatilidad del mercado financiero de la Bolsa de Opciones de Chicago mide la volatilidad prevista para los próximos 30 días y se obtiene a partir de los precios de las opciones de compra y venta sobre el índice S&P 500.

IV. Procedimiento de estimación

Los datos utilizados constituyen un panel con un gran número de períodos de tiempo (T) y un pequeño número de individuos de corte transversal (N). Al estimar un modelo de datos de panel, generalmente es posible tratar la endogeneidad debida a fuentes de heterogeneidad individual no observables e invariables en el tiempo realizando una transformación interna de los datos. Además, los modelos de panel dinámicos suelen utilizarse para controlar otras fuentes de endogeneidad, como los regresores predeterminados, que están correlacionados con el término de perturbación.

Sin embargo, el uso de modelos de panel dinámicos típicos plantea dificultades en un contexto de panel largo. Como señala Roodman (2009), estos estimadores están diseñados para situaciones con “ T pequeño, N grande”. En consecuencia, de conformidad con Cameron y Trivedi (2009), se utilizan métodos específicamente dirigidos a abordar paneles largos.

Mientras en un escenario de panel corto se podría controlar la correlación serial en el error sin especificar un modelo particular para ello, dicho modelo es necesario cuando T es grande. Se utilizan diferentes estimadores diseñados para este fin. Considérese el siguiente modelo de efectos fijos de dos vías:

$$y_{it} = \alpha_i + \gamma_t + X'_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

donde α_i representa los efectos individuales no observados, γ_t representa los efectos temporales, X'_{it} es el conjunto de regresores, β son los parámetros de interés y ε_{it} es el término de error, que se supone independiente e idénticamente distribuido. En este caso, dado que el panel solo tiene pocos individuos, α_i puede incluirse como variables ficticias. Además, la ordenación natural del tiempo puede utilizarse para incluir una tendencia temporal lineal o cuadrática, y sustituir así a γ_t . Por lo tanto, se obtiene el siguiente modelo:

$$y_{it} = X'_{it}\beta + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (5)$$

donde X'_{it} incluye variables indicadoras para cada individuo y posiblemente una tendencia temporal lineal, una tendencia temporal cuadrática, o ambas. Se permite que u_{it} sea heteroscedástico, correlacionado sobre i , y se utiliza un proceso autorregresivo AR(1) para modelizar la correlación sobre t . Es decir, se considera que $u_{it} = \rho_i u_{it-1} + \varepsilon_{it}$, donde ε_{it} no está correlacionado en serie, pero está correlacionado sobre i .

Es posible estimar los parámetros β utilizando un procedimiento de mínimos cuadrados ordinarios o de mínimo cuadrático generalizado. Además, es posible modelar ρ_i para que difiera entre paneles o suponer que es la misma ρ para todos los individuos. También se podrían permitir errores autocorrelacionados de forma general en lugar de restringir u_{it} a AR(1) (Driscoll y Kraay, 1998).

De manera alternativa, se podría estimar el modelo de efectos individuales:

$$y_{it} = \alpha_i + X'_{it}\beta + u_{it} \quad (6)$$

Suponiendo que el error es AR(1), $u_{it} = \rho_i u_{it-1} + \varepsilon_{it}$. Aquí, el procedimiento comienza estimando ρ_i y realizando una primera transformación de los datos para eliminar los efectos del proceso AR(1). Se requiere una segunda transformación para eliminar los efectos individuales.

El modelo de referencia utiliza este último enfoque, aunque, como se mostrará, los principales resultados se mantienen cuando se utilizan estimadores alternativos. En la sección V se analizan otros problemas de endogeneidad y el uso de variables instrumentales en paneles largos.

Se estima un modelo de referencia simple en el que la medida utilizada de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras en relación con el PIB denominado en dólares se somete a una regresión sobre variables que describen el ciclo financiero mundial, factores de atracción asociados con el ingreso nacional y la disponibilidad de divisas, y variables que describen los rendimientos y los riesgos de los activos nacionales. Esquemáticamente, se estima un modelo descrito por

$$\text{Salidas del sector de hogares y empresas no financieras} = f(\text{ciclo financiero mundial, variables internas, riesgo interno}) \quad (7)$$

Se presentan tres versiones subsiguientes, a partir de un modelo sencillo que considera únicamente variables de impulso: el índice de volatilidad, el crecimiento mundial y la tasa de interés mundial. Esta última se calcula como la tasa media de los bonos soberanos a largo plazo en los Estados Unidos, Europa y el Japón, de conformidad con Forbes y Warnock (2012). Todas las variables se obtuvieron de la base de datos International Financial Statistics del FMI. El crecimiento mundial es la tasa de crecimiento mundial anual obtenida de la base de datos Perspectivas de la economía mundial del FMI.

En un segundo paso, se incluye un conjunto de factores de atracción como la balanza por cuenta corriente como proporción del PIB, la tasa de crecimiento nacional, las entradas brutas de capital extranjero en el sector de los hogares y las empresas no financieras nacionales (normalizadas por el PIB denominado en dólares) y la tasa de interés de los depósitos nacionales. Posteriormente, se agrega un conjunto de variables que describen el rendimiento de los activos nacionales (basado en la tasa de interés de los depósitos nacionales) y el riesgo. De conformidad con la literatura, el modelo de referencia incluye la inflación nacional, los activos de reserva del banco central como proporción del PIB (en primera diferencia) y el índice de bonos de mercados emergentes para cada país. En la verificación de robustez de la sección V.2 c), se consideran otras fuentes de riesgo que probablemente sean relevantes. En el anexo 2 se resumen las pruebas habituales de raíz unitaria de panel mostrando los valores de p correspondientes a las estadísticas de cada prueba. Se confirma que las variables incluidas no siguen un proceso de raíz unitaria.

V. Caracterización empírica de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras

1. Resultados de referencia

En las columnas 1 a 3 del cuadro 3 se presentan los resultados de los tres pasos del modelo de referencia descrito anteriormente. Se observa que las variables mundiales son significativas en todas las estimaciones. De acuerdo con la hipótesis 1, el parámetro del índice de volatilidad es siempre significativo y negativo. Además, su magnitud es sustancial desde el punto de vista económico, lo que supone que un aumento intercuartílico del índice de volatilidad provocaría una disminución de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras de aproximadamente el 30% en relación con la media de salidas del sector para toda la muestra⁷.

Cuadro 3
Resultados econométricos de referencia

Variable	(1) Solo variables de impulso	(2) Variables de impulso y atracción	(3) Variables de impulso, atracción y riesgo interno	(4) Variables de impulso, atracción, riesgo interno y estructura financiera	(5) Solo variables de atracción	(6) Variables de atracción y riesgo interno
Índice de volatilidad	-0,000314 * (0,000168)	-0,000383 ** (0,000168)	-0,000562 *** (0,000181)	-0,000653 *** (0,000192)		
Tasas de interés mundiales ^a	0,00578 (0,00393)	0,00402 (0,00420)	0,000927 (0,00497)	-0,00214 (0,00515)		
Crecimiento mundial ^b	-0,00229 * (0,00137)	-0,00418 *** (0,00142)	-0,00569 *** (0,00161)	-0,00623 *** (0,00161)		
Crecimiento interno ^b		-0,0593 * (0,0357)	0,0297 (0,0511)	-0,0191 (0,0556)	-0,0262 (0,0244)	-0,0198 (0,0337)
Balance por cuenta corriente ^c		0,321 *** (0,0465)	0,385 *** (0,0550)	0,378 *** (0,0574)	0,292 *** (0,0434)	0,371 *** (0,0545)
Entradas del sector de los hogares y las empresas no financieras ^c		0,300 *** (0,0566)	0,407 *** (0,0658)	0,387 *** (0,0686)	0,331 *** (0,0554)	0,424 *** (0,0653)
Tasa de interés interna		-2,92e-06 (1,87e-06)	0,000343 (0,000274)	-9,82e-05 (0,000345)	-2,06e-06 (1,94e-06)	0,000267 (0,000284)
Activos de reserva ^{a c}			-0,214 *** (0,0373)	-0,217 *** (0,0403)		-0,236 *** (0,0378)
Índice de bonos de mercados emergentes			1,39e-06 (2,10e-06)	1,74e-06 (2,10e-06)		4,00e-07 (2,16e-06)
Inflación anual			-0,000149 (0,000371)	0,000144 (0,000380)		-0,000215 (0,000387)
Capitalización de la bolsa de valores ^d				0,000157 (0,000133)		
Depósitos del sistema financiero ^d				-0,000608 * (0,000361)		

⁷ Para este cálculo, se multiplican las estimaciones puntuales de los parámetros que figuran en la columna 3 del cuadro 6 por la diferencia entre los percentiles 25 y 75 de la distribución del índice de volatilidad (y otros regresores posteriormente). En el anexo 3 se presenta un resumen de las estadísticas descriptivas de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras y de los regresores.

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Solo variables de impulso	Variables de impulso y atracción	Variables de impulso, atracción y riesgo interno	Variables de impulso, atracción, riesgo interno y estructura financiera	Solo variables de atracción	Variables de atracción y riesgo interno
Índice de Chinn-Ito				0,0224 ** (0,0113)		
Constante	0,0294 *** (0,00475)	0,0445 *** (0,00550)	0,0518 *** (0,00639)	0,0573 *** (0,0136)	0,0200 *** (0,00141)	0,0220 *** (0,00269)
Observaciones	655	585	493	457	671	518
Número de países	6	6	6	6	6	6
R cuadrado (dentro)	0,0138	0,122	0,189	0,211	0,0927	0,159
R cuadrado (entre)	0,609	0,342	0,352	0,171	0,420	0,461
R cuadrado (general)	0,00748	0,159	0,219	0,208	0,125	0,187

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Errores estándar entre paréntesis. *** Significativo al 1%; ** significativo al 5%; * significativo al 10%.

^a Expresado en primera diferencia.

^b Expresado en puntos porcentuales.

^c Normalizado por el PIB del país expresado en dólares corrientes.

^d Normalizado por el PIB sobre la base de Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2000).

Al considerar la relación con el primer conjunto de variables internas surgen algunos resultados interesantes. En primer lugar, y confirmando las hipótesis 2 y 5, existe una relación significativa y robusta entre las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras, por una parte, y la balanza por cuenta corriente y las entradas brutas de capital extranjero recibidas por dicho sector, por otra. En efecto, estas relaciones son cuantitativamente importantes: las variaciones intercuartílicas de la cuenta corriente y de las entradas de capital en el sector de los hogares y las empresas no financieras están asociadas con aumentos del 75% al 80% y del 35% al 40% de las salidas medias de dicho sector, respectivamente⁸.

Las repercusiones de estos resultados son significativas porque indican que ambas fuentes de divisas (la balanza por cuenta corriente y las entradas de capital) estaban fuertemente asociadas con una mayor acumulación de activos externos por parte del sector de los hogares y las empresas no financieras en los países examinados. Así, los factores de crecimiento de la cartera introducidos en este análisis parecen prevalecer en la relación entre la balanza por cuenta corriente y las salidas del sector objeto de estudio. Además, en el anexo 3 (cuadro A4, columnas 9-11), se realizan las mismas regresiones, pero se incluye la balanza comercial como proporción del PIB en lugar de la balanza por cuenta corriente, y los resultados son robustos a este cambio.

Con respecto a la relación entre entradas y salidas brutas, estos resultados son coherentes con otros factores además del crecimiento de la cartera que conducen a una relación positiva, como los riesgos que afectan de manera asimétrica a residentes y no residentes y la demanda de activos externos con fines de cobertura. Si el coeficiente estimado para las entradas del sector de los hogares y las empresas no financieras se considera a la luz del debate sobre la compensación entre entradas y salidas, la relación también parece importante, aunque se sigue rechazando la existencia de una compensación completa. No obstante, se necesitan más ejercicios centrados en episodios de movimientos de capital extremos.

No se encontró ninguna relación significativa entre el crecimiento interno y las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras, lo que confirma la relación ambigua propuesta en la hipótesis 3. Como se señaló anteriormente, esto podría suponer un impacto compensatorio de los

⁸ Se calculan estas magnitudes para las relaciones entre variables sobre la base de las estadísticas descriptivas que figuran en el cuadro A3.

factores de crecimiento de cartera y reasignación de cartera, derivados del crecimiento interno. Los ejercicios de robustez presentados a continuación muestran evidencia de una relación positiva que podría deberse a factores de crecimiento de la cartera.

Entre las variables que explican el riesgo de los activos nacionales, solo se encontró una relación negativa robusta con los cambios en los activos de reserva. Esto podría interpretarse como que el sector de los hogares y las empresas no financieras reduce sus activos externos cuando los bancos centrales refuerzan sus posiciones de reserva, reduciendo así el riesgo de depreciación del tipo de cambio. Por otra parte, podría ser simplemente el resultado de que el sector de los hogares y las empresas no financieras y el sector oficial compiten por la misma oferta de divisas, y las salidas del primero contribuyen a una reducción de los activos de reserva.

En cuanto al resto de las variables que explican el riesgo interno y los rendimientos, la relación entre estos factores y las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras es, en el mejor de los casos, débil en la muestra en su conjunto, como se evidencia en la columna 3 del cuadro 3. En general, no hay pruebas suficientes para apoyar la hipótesis 4.

En la columna 4 del cuadro 3 se incluye un conjunto de controles del desarrollo financiero de las economías. Además de la capitalización del mercado y los depósitos del sistema financiero, ambos como porcentaje del PIB, se incluye el índice de apertura financiera de Chinn e Ito (2006) como control preliminar del efecto de la apertura de la cuenta de capital en las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras⁹. Los resultados muestran que no existe una relación significativa entre el desarrollo financiero y las medidas agregadas de apertura de la cuenta de capital, por una parte, y las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras, por otra.

Las columnas 5 y 6 del cuadro 3 contienen especificaciones adicionales en las que se quitan los factores mundiales como regresores. Los resultados para las variables nacionales siguen siendo cualitativamente iguales.

En el anexo 4 se repiten los ejercicios realizados en las columnas 1-4 del cuadro 3 pero utilizando versiones alternativas de la variable dependiente. En las columnas 1-4 del cuadro A3 se evalúa si los resultados se mantienen cuando solo se consideran las series originales de salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras tomadas directamente de la base de datos de la balanza de pagos del FMI (es decir, sin realizar el procedimiento de cumplimentación interna mostrado en la sección II). Las columnas 5-8 sirven para determinar si los resultados son robustos a la inclusión de las salidas de IED en la medida de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras utilizada en este trabajo.

En general, los principales resultados resumidos anteriormente se mantienen cuando se utilizan estas medidas alternativas para las salidas del sector analizado. Cabe mencionar que cuando se incluyen las salidas de IED, la relación negativa entre el riesgo mundial y las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras disminuye levemente y las tasas de interés mundiales comienzan a mostrar una relación negativa sistemática. Sin embargo, los resultados para la balanza por cuenta corriente y las entradas brutas en el sector de los hogares y las empresas no financieras son iguales.

2. Verificación de robustez y ejercicios adicionales

En esta sección se presentan ejercicios adicionales para evaluar la robustez de los resultados anteriores y considerar con más detalle otros factores relevantes que pueden afectar las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras. Se abordan cinco áreas principales:

⁹ Aunque debería realizarse un análisis en profundidad del impacto de los controles de la cuenta de capital sobre las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras en otro estudio más específico, en la sección V.2 e) a continuación se pasa a considerar con más detalle la relación con medidas alternativas de los controles de capital.

- i) ¿Son los resultados robustos a métodos de estimación alternativos?
- ii) ¿Son los resultados sensibles a la eliminación de un país a la vez?
- iii) ¿Se mantienen los resultados al considerar diferentes subperíodos temporales?
- iv) ¿Tienen las salidas alguna relación con la IED o las entradas oficiales?
- v) ¿Son las salidas sensibles a distintos conjuntos de controles de capital?

a) Metodologías alternativas y problemas de endogeneidad

En primer lugar, se utiliza una serie de estimadores alternativos para evaluar la robustez de los resultados, como se señaló en la sección IV. En el anexo 5 se ofrece un análisis detallado de los métodos alternativos y los resultados. En general, se confirman los resultados presentados en la sección V.1. Además, aparece una relación positiva con el crecimiento interno.

b) Submuestras alternativas de países

Los resultados podrían estar sesgados por la inclusión de una u otra de las economías individuales en la muestra. Por lo tanto, se repite el ejercicio realizado en el cuadro 3 pero se elimina un país a la vez de la muestra. En el cuadro A6 del anexo 6 se presentan los resultados de esta verificación de robustez. Se observa que los principales resultados de las variables nacionales se mantienen. Sin embargo, contrariamente a los resultados para toda la muestra, se detectó una desviación de los resultados generales para las variables del ciclo financiero mundial cuando se excluye a Chile de la muestra. Esto significa que la importancia del riesgo mundial a la hora de explicar las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras podría ser menor al centrarse únicamente en los cinco países restantes. Así, es mucho más probable que los activos externos en manos de residentes chilenos se repatrien en respuesta a un mayor riesgo mundial que los de residentes de cualquier otro país de la muestra.

c) Diferentes subperíodos

En varios estudios se ha mostrado que el aumento de la actividad de emisión de bonos internacionales por parte de las empresas no financieras conduce a un uso más generalizado de las estrategias de bicicleta financiera y a la acumulación de activos financieros nacionales (Bruno y Shin, 2017; Caballero, Panizza y Powell, 2016). Sin embargo, hasta donde se sabe, ningún estudio ha mostrado la manera en que las entradas extranjeras en las empresas no financieras durante el período más reciente están relacionadas con la acumulación de activos externos. Por lo tanto, se intenta arrojar luz sobre esta dinámica dividiendo el período completo analizado anteriormente en diferentes subperíodos.

Específicamente, se consideran cuatro fases: i) los años anteriores a 2002, que abarcan un lapso diferente en función del país (el comienzo del período de la muestra varía según el país); ii) 2002-2010; iii) 2010-2019; y iv) 2002-2019. Los resultados se muestran en el cuadro A7 del anexo 7.

Para el período 2010-2019, no se encontraron cambios cualitativos sustanciales con respecto a los resultados de referencia.

Curiosamente, los principales hallazgos sobre la relación positiva entre el ciclo financiero mundial, la balanza por cuenta corriente y las entradas financieras con las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras no se mantienen antes de 2002. Sin embargo, los resultados originales se mantienen cuando se elimina un país a la vez de la muestra.

Por último, se observa que el crecimiento interno se convirtió en uno de los factores que contribuyen a las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras después de 2002, muy probablemente a través de los mecanismos de crecimiento de la cartera examinados anteriormente.

d) Relación de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras con la IED y las entradas oficiales

En la literatura sobre los flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes durante la última década se señala que las empresas que operan en estos países aprovechan sus filiales extraterritoriales para eludir los controles de capital, que se centran en los flujos bancarios (Bruno y Shin, 2017; De Camino, Pérez Caldentey y Vera, 2023; Kim y Shin, 2021).

Las empresas nacionales aceleran su acumulación de activos externos capitalizando la disponibilidad de divisas que proporcionan las entradas de IED. En otras palabras, las entradas de IED impulsadas en parte por las oportunidades de bicicleta financiera podrían alimentar las salidas de capital de las empresas. Esta posibilidad se analiza incluyendo las entradas de IED como porcentaje del PIB en el modelo de referencia. Los resultados se presentan en el cuadro A8 del anexo 8. En general, los resultados confirman que esta relación es positiva y significativa. También se considera la robustez de este hallazgo cuando se elimina un país a la vez y se encuentra que la relación positiva no se ve afectada.

Al considerar las entradas oficiales en lugar de las entradas de IED se llega a una conclusión similar. Cuando se incluye esta variable, es positiva y estadísticamente significativa para toda la muestra. Sin embargo, cuando se excluye a México de la muestra, este resultado no es estadísticamente significativo. Se infiere, por lo tanto, que este resultado se debe principalmente a México.

e) Controles de capital

En el cuadro 3 se muestra que no existe una asociación aparente entre las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras y una medida agregada de los controles de capital como la medida del índice de Chinn-Ito considerada. En el anexo 9 se presta más atención a esta asociación, considerando no solo medidas agregadas de controles de capital, sino también medidas específicas de las salidas y los tipos de activos. Se recurre a Fernández y otros (2016) y se utilizan medidas de restricciones a las salidas para diferentes clases de activos.

Se encuentra que la medida agregada de los controles de capital muestra una relación negativa significativa con las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras, lo que sugiere que estas son sensibles a las restricciones a los movimientos de capital. Sin embargo, solo las restricciones al capital accionario, la inversión directa y los bienes inmuebles parecen tener un impacto negativo y significativo en las salidas. En general, los principales resultados analizados en la sección V.1 siguen siendo válidos. Sin embargo, como ya se ha señalado, un análisis más profundo del impacto de las políticas restrictivas sobre la dinámica de las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras queda fuera del alcance de este estudio y debería realizarse adecuadamente en el futuro.

Los resultados de este trabajo también podrían verse afectados por las diversas amnistías fiscales aplicadas en la región. Aunque la siguiente no es una lista exhaustiva, dichas políticas fiscales se aplicaron en la Argentina (varias veces a lo largo del período de muestra; la amnistía fiscal de 2016 fue la más eficaz), el Brasil (2016), Chile (2014), Colombia (2015 y 2020), Perú (2017 y 2020) y México (2017 y 2020) (Reyes-Tagle y Ospina, 2020). No obstante, el impacto neto de estas medidas sobre las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras es ambiguo, ya que cada programa está diseñado de forma diferente, ya sea para promover la divulgación voluntaria de la riqueza extraterritorial o fomentar la repatriación de activos, y su eficacia puede variar enormemente.

VI. Observaciones finales

La tendencia de los residentes privados no financieros a mantener activos financieros externos es importante para las economías latinoamericanas, que a menudo se enfrentan a episodios de extrema vulnerabilidad financiera externa. En este contexto, separar y centrarse en las salidas financieras del sector de los hogares y las empresas no financieras en particular es un esfuerzo que vale la pena realizar, dado que son cuantitativamente sustanciales como fuente de demanda de divisas y parecen mostrar patrones distintivos.

Además, si cabe, la importancia adquirida por el sector empresarial como motor clave de los movimientos financieros mundiales tras la crisis financiera mundial no ha hecho sino aumentar la necesidad de comprender claramente su comportamiento financiero internacional global, considerando tanto los pasivos como los activos. En este contexto, se muestra que las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras son cuantitativamente similares a las entradas en el sector. Esto contrasta con los resultados para la economía en su conjunto, donde las entradas son claramente mayores, e indica la necesidad de un enfoque más matizado en el debate sobre si las “interrupciones súbitas de las entradas” pueden compensarse con la reducción de las salidas de los residentes.

A pesar de la importancia de estos movimientos, hasta donde se sabe ningún estudio ha intentado una caracterización empírica directa de su dinámica en las últimas décadas.

En este trabajo se documentan varios hallazgos sobre las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras que resultan robustos en diferentes ejercicios. En primer lugar, estas salidas están, en promedio, negativamente correlacionadas con el riesgo en los mercados financieros mundiales. En segundo lugar, están positivamente asociadas con la balanza por cuenta corriente (y la balanza comercial), lo que muestra que las transacciones internacionales corrientes contribuyen directamente a la acumulación de activos externos. Además, aunque es menos robusta, se encuentra una relación positiva entre el crecimiento económico interno y las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras. Esto apunta a la prevalencia de factores de crecimiento de cartera, en virtud de los cuales el aumento del ahorro y la disponibilidad de divisas estimulan la acumulación de activos externos.

En tercer lugar, también se encuentra una relación positiva robusta entre las entradas y las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras para la acumulación de activos financieros nacionales por parte de empresas de economías de mercados emergentes con los ingresos de las emisiones de bonos extranjeros. Además de la asimetría entre residentes y no residentes en el impacto del riesgo, subrayada en investigaciones anteriores, esto podría deberse a factores de crecimiento de la cartera o formar parte de una estrategia de cobertura por la que los residentes adquieren activos externos como medio para mitigar el riesgo cambiario.

En cuarto lugar, no se encuentra ningún indicio importante de que las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras se vean afectadas por el rendimiento o el riesgo de los activos nacionales, incluso después de controlar el riesgo soberano, las calificaciones de la deuda soberana, las expectativas de tipo de cambio y la inflación, entre otros factores. Esto lleva a concluir que, en promedio, las salidas del sector de los hogares y las empresas no financieras son relativamente insensibles a las consideraciones de reasignación óptima de carteras.

Estos resultados tienen consecuencias para la sostenibilidad externa y la estabilidad financiera de los países. En primer lugar, en la medida en que las salidas crecen principalmente durante las fases de expansión externa e interna, su papel como fuentes de crisis de la balanza de pagos y del mercado de divisas podría pasar desapercibido o, al menos, subestimarse. En segundo lugar, dado que las entradas de capital extranjero en el sector se corresponden, al menos parcialmente, con las salidas, estos resultados deberían conducir a una evaluación revisada de los riesgos que entrañan las

emisiones de bonos extranjeros por parte de las empresas. En particular, los riesgos financieros y de descalce de monedas derivados de la apreciación del dólar y de la restricción del crédito internacional podrían ser menores para las empresas con una mayor proporción de activos financieros externos.

Por último, es necesario seguir investigando para aclarar, entre otras, las siguientes cuestiones: i) la prevalencia de episodios de “interrupción súbita impulsada por las salidas del sector de los hogares o las empresas no financieras” o “fuga repentina” en América Latina; ii) la forma en que las relaciones aquí documentadas cambian durante dichos episodios; iii) la dinámica inmediatamente antes y después de la aplicación de diferentes medidas de control de capitales, y en particular su impacto en las relaciones documentadas; y iv) la respuesta específica de las salidas a diferentes episodios de crisis internas, ya sean financieras, fiscales, políticas o de otro tipo.

Bibliografía

- Abeles, M. y E. Pérez Caldentey (2022), “Una macroeconomía para el desarrollo: esbozo de un modelo de crecimiento, inversión y distribución del ingreso”, *El Trimestre Económico*, vol. 89, N° 33.
- Abeles, M. y S. Valdecantos (2016), “Vulnerabilidad externa en América Latina y el Caribe”, *serie Estudios y Perspectivas*, N° 49 (LC/L.4220), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Abraham, F., J. J. Cortina y S. L. Schmukler (2021), “Growth of global corporate debt: main facts and policy challenges”, *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance* [en línea] <https://doi.org/10.1093/ACREFORE/9780190625979.013.302>.
- Adler, G., M.-L. Djigbenou y S. Sosa (2016), “Global financial shocks and foreign asset repatriation: do local investors play a stabilizing role?”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 60.
- Alfaro, L., S. Kalemli-Ozcan y V. Volosovych (2014), “Sovereigns, upstream capital flows, and global imbalances”, *Journal of the European Economic Association*, vol. 12, N° 5.
- Avdjiev, S. y otros (2022), “Gross capital flows by banks, corporates, and sovereigns”, *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, N° 5.
- Avdjiev, S., M. Chui y H. S. Shin (2014), “Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows”, *BIS Quarterly Review*, diciembre.
- Avdjiev, S., R. N. McCauley y H. S. Shin (2016), “Breaking free of the triple coincidence in international finance”, *Economic Policy*, vol. 31, N° 87.
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt y R. Levine (2000), “A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector”, *The World Bank Economic Review*, vol. 14, N° 3.
- Borio, C. y P. Disyatat (2015), “Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously”, *BIS Working Papers*, vol. 525, N° 50 [en línea] <http://www.bis.org/publ/work525.htm>.
- Broner, F. y otros (2013), “Gross capital flows: Dynamics and crises”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, N° 1.
- Bruno, V. y H. S. Shin (2017), “Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis”, *The Review of Financial Studies*, vol. 30, N° 3.
- Caballero, J., U. Panizza y A. Powell (2016), “The second wave of global liquidity: why are firms acting like financial intermediaries?”, *IDB Working Paper Series*, N° IDB-WP-641, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Calderón, C. y M. Kubota (2013), “Sudden stops: are global and local investors alike?”, *Journal of International Economics*, vol. 89, N° 1.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), “Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors”, *IMF Staff Papers*, vol. 40, N° 1, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Cameron, C. y P. Trivedi (2009), *Microeconometrics Using Stata*, Stata Press.
- Cavallo, E. A., A. Izquierdo y J. Leon-Díaz (2017), “Domestic antidotes to sudden stops”, *IDB Working Paper Series*, N° 851, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2019), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2019* (LC/PUB.2019/12-P), Santiago.

- Chinn, M. D. y H. Ito (2006), "What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions", *Journal of Development Economics*, vol. 81, N° 1.
- De Camino, C., E. Pérez Caldentey y C. Vera (2023), "Non-financial corporations as financial intermediaries and their macroeconomic implications: an empirical analysis for Latin America", *Foreign Exchange Constraint and Developing Economies*, A. V. Gevorkyan (ed.), Edward Elgar Publishing.
- Driscoll, J. y A. Kraay (1998), "Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 80, N° 4.
- Fernández, A. y otros (2016), "Capital control measures: a new dataset", *IMF Economic Review*, vol. 64, N° 3.
- Fernández-Arias, E. (1996), "The new wave of private capital inflows: push or pull?", *Journal of Development Economics*, vol. 48, N° 2.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2019), "Capital flows to Latin America in the aftermath of the commodities super-cycle", *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, Washington, D.C., octubre.
- (2009), *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*, sexta edición, Washington, D.C.
- Forbes, K. J. y F. E. Warnock (2021), "Capital flow waves—or ripples? Extreme capital flow movements since the crisis", *Journal of International Money and Finance*, vol. 116.
- (2012), "Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment", *Journal of International Economics*, vol. 88, N° 2.
- Hardy, B. y F. Saffie (2019), "From carry trades to trade credit: financial intermediation by non-financial corporations", *BIS Working Papers*, N° 773, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Kim, S. y H. S. Shin (2021), "Offshore EME bond issuance and the transmission channels of global liquidity", *Journal of International Money and Finance*, vol. 112.
- Koepke, R. (2019), "What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature", *Journal of Economic Surveys*, vol. 33, N° 2.
- Kraay, A. y J. Ventura (2003), "Current accounts in the long and the short run", *NBER Macroeconomics Annual 2002*, National Bureau of Economic Research (NBER) [en línea] <https://doi.org/10.1086/ma.17.3585276>.
- (2000), "Current accounts in debtor and creditor countries", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 115, N° 4.
- Meng, G. y E. van Wincoop (2020), "A decomposition of international capital flows", *IMF Economic Review*, vol. 68, N° 2.
- Milesi-Ferretti, G. M. y C. Tille (2011), "The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis", *Economic Policy*, vol. 26, N° 66.
- Pérez Artica, R., F. Delbianco y I. Brufman (2017), "El ahorro y la inversión corporativos en América Latina: una indagación a nivel firma", *Cuadernos de Economía*, vol. 36, N° 71.
- Pérez Caldentey, E. (ed.) (2023), "Introducción", *Apertura financiera, fragilidad financiera y políticas para la estabilidad económica: un análisis comparativo entre regiones del mundo en desarrollo*, Documentos de Proyectos (LC/TS.2022/139), E. Pérez Caldentey (ed.), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Pérez Caldentey, E., N. Favreau Negront y L. Méndez Lobos (2019), "Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 42, N° 3.
- Reyes-Tagle, G. y L. Ospina (2020), "Tax amnesties in times of COVID: exceptional measures in exceptional times", *Recaudando Bienestar*, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Roodman, D. (2009), "How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata", *Stata Journal*, vol. 9, N° 1.
- Shin, H. S. (2014), "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies", *Volatile Capital Flows in Korea: Current Policies and Future Responses*, K. Chung y otros (eds.), Palgrave Macmillan.
- Tille, C. y E. van Wincoop (2010), "International capital flows", *Journal of International Economics*, vol. 80, N° 2 [en línea] <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2009.11.003>.