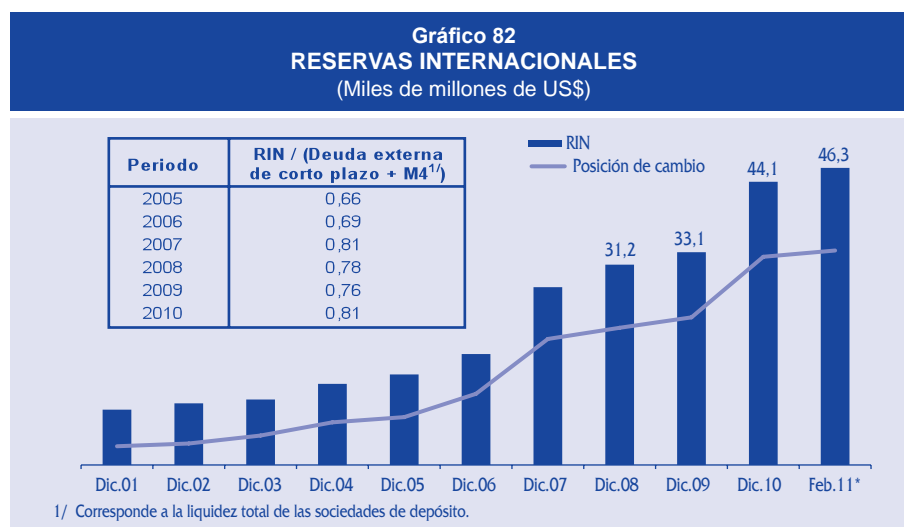




81. Las **reservas internacionales** muestran un incremento de US\$ 2 163 millones entre diciembre de 2010 y el 28 de febrero de 2011, principalmente por los mayores depósitos de las empresas bancarias en el BCRP y la intervención del Banco Central en mercado cambiario a través de la compra directa de dólares y la colocación de CDLD. Con ello, el saldo de las RIN alcanzó US\$ 46 268 millones al 28 de febrero de 2010 y representa el 81 por ciento del total de las obligaciones externas de corto plazo más la liquidez total.



RECUADRO 2

RESPUESTAS DE POLÍTICA FRENTE A ELEVADOS FLUJOS DE CAPITALES

Los flujos de capital, en particular los de largo plazo, son uno de los factores importantes que explican el proceso de crecimiento de las economías en desarrollo debido a que: a) complementan el financiamiento del gasto de inversión, en particular cuando el ahorro interno y los stocks iniciales de capital son relativamente bajos, b) pueden potenciar el desarrollo de los mercados de capitales como una fuente adicional de financiamiento privado al generar una mayor demanda por valores emitidos domésticamente, y c) pueden favorecer una mayor transferencia tecnológica, a través de la inversión directa extranjera y con ello, potenciar el crecimiento de largo plazo.

Sin embargo, tal como lo muestra la experiencia histórica, los flujos de capitales representan un reto importante en términos de manejo macroeconómico, en particular para las economías pequeñas y abiertas. La evidencia empírica sugiere que la excesiva volatilidad de éstos, en especial los de corto plazo, puede comprometer la estabilidad macroeconómica al inducir niveles altos de apalancamiento que conlleve a un crecimiento desmedido del crédito interno o a la formación de burbujas en los mercados de activos financieros y descalces de monedas en las posiciones financieras de los distintos agentes económicos, debilitando la fortaleza de los sistemas financieros. No obstante, el balance de estos impactos será positivo en la medida que las políticas macroeconómicas y

macroprudenciales que se implementen logren minimizar los riesgos asociados a persistentes flujos de capital preservando sus efectos positivos.

Finalizada la crisis financiera internacional de 2007-2009, las economías emergentes vienen experimentando una rápida recuperación del dinamismo en los flujos de capital inducidos por la fortaleza de sus fundamentos macroeconómicos y financieros, en un escenario de mejores perspectivas de crecimiento y de elevados términos de intercambio, en comparación con el desempeño reciente de las economías desarrolladas, caracterizado por la persistencia de la incertidumbre sobre la sostenibilidad de su crecimiento, y la difícil situación fiscal de algunos países de la Zona del Euro.

En el caso de América Latina, el mayor dinamismo en los flujos netos de capital presenta en general un componente relativamente más estable bajo la forma de inversión directa extranjera; acompañada, en algunos casos (por ejemplo Brasil y Argentina) con una alta importancia relativa de los flujos de portafolio. Se observa también (Chile y Perú) un crecimiento importante de las inversiones en el exterior de las Administradoras de Fondos Privados de Pensiones, lo que ha permitido atenuar el flujo neto de capitales, principalmente de portafolio. En los casos de Bolivia, Chile, y Perú, se observa la mayor diversificación de plazos para el financiamiento externo, con una participación creciente de capitales de largo plazo.

Este mayor dinamismo en los flujos de capitales ha sido acompañado por respuestas activas de las políticas económicas en la región, que ha incluido tanto un cambio en la orientación de las políticas macroeconómicas desde posiciones de estímulo hacia una situación más neutral, y la aplicación de un conjunto amplio de medidas macroprudenciales orientadas a preservar la estabilidad financiera.

Medidas \ Países		Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Paraguay	Perú	Uruguay	
Intervenciones cambiarias	Spot	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	Intervención en el mercado cambiario	✓		✓				✓	
	Forward			✓					
	Operaciones swaps			✓					
Políticas Macroprudenciales	Requerimientos de encaje		✓	✓			✓		
	Modificaciones a los límites a la Posición Neta en Moneda Extranjera		✓	✓ 1/		✓ 2/	✓ 3/		
	Modificaciones a los requerimientos de capital			✓					
	Ampliación del límite de inversión en el exterior	AFPs				✓		✓	
		Compañías de seguro		✓					
	Impuestos, comisiones y cupos a entradas y/o salidas de capitales	Entrada		✓					
		Salida	✓	✓					
	Impuestos y comisiones para tenencias en activos domésticos	Titulos del Banco Central						✓	
		Titulos del renta fija			✓				
		Titulos del renta variable			✓				
		Derivados de ME						✓	
	Depósito no remunerado como porcentaje de la entrada de capital	✓							
Límites a la permanencia de capitales	✓								

1/ Límite de US\$ 3 mil mills. o del nivel de patrimonio regulado en la posición corta en ME (Moneda Extranjera), el menor.

2/ Aumento del ratio en la Posición Neta en ME respecto al patrimonio efectivo.

3/ Reducción de la Posición Global de sobrecompra en ME y la Posición neta de derivados de ME respecto al patrimonio efectivo.

Fuente: Páginas Web de los Bancos Centrales y otras publicaciones.





Entre las principales medidas de política implementadas en la región, la más usada ha sido la intervención cambiaria en el mercado *spot*, que en los casos de Argentina, Brasil y Uruguay ha sido complementada con intervenciones directas en el mercado *forward*. Brasil, Bolivia y Perú han manejado los requerimientos de encaje a las entidades financieras. Bolivia, Paraguay y Perú han modificado los límites a las posiciones netas de moneda extranjera de los bancos. Bolivia, Chile y Perú han incrementado los límites de inversión de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros en el exterior como una forma de reducir los flujos netos de capital. Bolivia y Brasil han utilizado comisiones e impuestos a las entradas y/o salidas de capital, mientras que Argentina estableció un límite a la permanencia de los capitales dentro del país.

Estas respuestas de política económica se han reflejado en incrementos importantes en las reservas internacionales de la región, y en un mayor costo para los inversionistas no residentes de tomar posiciones en títulos internos, los que en algunos casos, como Perú, han contribuido a reorientar los flujos de capitales desde el corto plazo hacia el largo plazo.

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS 1/ (Porcentajes del PBI)							
	Brasil	Chile	Argentina	Uruguay	Paraguay	Perú	Bolivia
2005	6,1	14,3	15,5	17,7	17,2	17,8	17,9
2006	7,9	13,3	15,1	15,6	18,3	18,7	27,6
2007	13,2	10,3	17,7	17,2	20,0	25,8	40,3
2008	12,5	13,6	14,3	20,4	16,9	24,4	45,1
2009	15,0	15,5	15,7	25,3	27,0	26,1	49,1
2010	13,9	13,9	14,6	19,7	23,7	28,8	50,6

Fuente: Portales electrónicos de los Bancos Centrales de la Región
1/. Las reservas internacionales netas incorporan la posición de cambio del Banco Central, los depósitos netos en moneda extranjera del Sector Público y de las entidades financieras, en el Banco Central.

El alto dinamismo de los flujos de capital no ha generado desequilibrios macroeconómicos sustanciales en la región. Los déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubican dentro de rangos considerados manejables para la mayoría de países, incluso para algunos, se observan superávit de cuenta corriente. Asimismo, el crédito al sector privado, si bien con un mayor dinamismo que en 2009, en el último año está creciendo a tasas menores que las observadas antes de la crisis financiera global 2007-2009, con excepción de Argentina y Paraguay que muestran tasas de crecimiento del crédito anual por encima del 30 por ciento, y Bolivia con tasas cercanas al 20 por ciento. La inflación también se encuentra en niveles bajos en la región, a pesar del reciente impacto del aumento internacional de los precios de alimentos y combustibles.

Sin embargo, el desempeño de las economías de la región, que muestra ausencia de desequilibrios macroeconómicos importantes no implica necesariamente que los flujos de capitales no puedan generar potenciales riesgos específicos a cada país, debido a descalces de monedas o excesivo apalancamiento de algunos agentes, que no se observan a nivel agregado. En ese sentido, es importante que las autoridades económicas se mantengan atentas y permanentemente evalúen los distintos canales de impacto de los flujos de capitales bajo sus distintas modalidades, en particular a nivel sectorial, para poder actuar con la previsión y anticipación que se requiera.