



81. Las compras en el mercado cambiario han permitido seguir acumulando preventivamente reservas internacionales por US\$ 1 336 millones en el último trimestre del año, con lo que el saldo se elevó a US\$ 33 428 millones en noviembre de 2009.



RECUADRO 5

LAS VENTAJAS DE LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES PARA ECONOMÍAS EMERGENTES

En los años previos a la crisis, en un contexto de significativa expansión de liquidez y alto crecimiento económico, muchas economías emergentes fortalecieron su marco de política económica y disminuyeron sus vulnerabilidades, lo que se reflejó en una casi inexistente necesidad de financiamiento de la balanza de pagos. Aquellas economías que, previo al agravamiento de la crisis, presentaban menores ratios de vulnerabilidad externa son las que enfrentan hoy en día menores caídas en sus tasas de crecimiento. Perú no fue ajeno a este proceso, lo que se plasmó en la reducción significativa de la deuda pública de 47 a 30 por ciento del PBI y de su deuda externa de 48 a 31 entre 2003 y 2007.

En ese contexto, muchas economías emergentes fueron tomando acciones preventivas frente a eventuales necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, tales como: *pool* de reservas y acuerdos de financiamiento intraregional; el financiamiento contingente de instituciones multilaterales, como la recién creada Línea de Crédito Flexible del FMI; acuerdos *swaps* bilaterales por liquidez en moneda extranjera, entre otros. Sin embargo, estos instrumentos presentan dos limitaciones importantes: i) No son de disponibilidad inmediata, en la medida que se requiere la aprobación de un ente externo al país para poder acceder a los fondos, ii) pueden resultar insuficientes en contextos de necesidades de liquidez sistémica que afectan a toda una región.

En este contexto la acumulación preventiva de reservas internacionales, en particular para economías emergentes pequeñas, se constituye en un mecanismo crucial para enfrentar las crisis. La acumulación de reservas internacionales permite aminorar las restricciones que impone el acceso imperfecto a los mercados financieros internacionales, y hace más factible que las economías emergentes implementen políticas monetarias contra-cíclicas, y por lo tanto reduce la necesidad de ajustes drásticos en el gasto agregado frente a escenarios externos negativos. Con un nivel adecuado de reservas internacionales, las economías pueden aminorar el impacto negativo de caídas transitorias en los ingresos por exportación o de salidas de capitales de corto plazo a través de varios mecanismos. Por un lado, el Banco Central puede utilizar las reservas internacionales para reducir las presiones sobre la disponibilidad de liquidez en moneda extranjera del sistema financiero, por ejemplo, a través de una reducción en la tasa de encaje. De esta manera las entidades financieras no requieren contraer su oferta de crédito para enfrentar una reducción en el financiamiento de corto plazo del exterior.

También, el Banco Central puede contener una depreciación abrupta de la moneda, vendiendo directamente moneda extranjera y de esta forma reducir el efecto negativo de la salida de capitales sobre el tipo de cambio y a través de este canal en la posición financiera de las empresas. En economías dolarizadas como la peruana, las reservas internacionales también permiten que el Banco Central cumpla su función de prestamista de última instancia, al permitirle otorgar liquidez en moneda extranjera a la banca en episodios de corridas de depósitos o segmentación del mercado de dinero en dólares. Esto contribuye a mantener las tasas de interés y el crédito estables, aún en periodos de elevada incertidumbre en los mercados financieros.

Asimismo, la experiencia reciente evidencia que el mismo hecho de mantener un elevado nivel de reservas internacionales facilita un mayor acceso a los mercados financieros internacionales a las economías emergentes. Las reservas internacionales, al reducir el riesgo de falta de liquidez internacional y la necesidad de ajustes macroeconómicos abruptos, generan mayor estabilidad en el ciclo económico lo que a su vez lleva a una menor percepción de riesgo país. Esto último ha permitido que economías como Perú puedan emitir durante 2009, en plena crisis financiera internacional, casi US\$ 2 000 millones en bonos globales a tasas cercanas al 7 por ciento y a plazos de más de 20 años.





Una política preventiva de acumulación de reservas internacionales tiene la ventaja adicional que no es incompatible con la flotación cambiaria, al ser complementada por operaciones de esterilización monetaria, consistentes con la meta operativa de tasa de interés de referencia. La flotación cambiaria con intervención ocasional orientada a reducir la volatilidad del tipo de cambio no genera los desequilibrios y la potencial inestabilidad de la balanza de pagos que tienen los regímenes de tipo de cambio fijo. Por el contrario, permite preservar la estabilidad del sistema financiero, en la medida que fortalece la posición de liquidez internacional, y por tanto permite al Banco Central una mayor capacidad para proveer liquidez en moneda extranjera en episodios de estrés financiero.

RECUADRO 6

EXPERIENCIA INTERNACIONAL DE LOS BONOS CUBIERTOS

El mercado de créditos hipotecarios del país es aún pequeño respecto a otras economías de la región: mientras que en el Perú este tipo de créditos equivale al 3% del PBI, en Chile, México y Colombia representan el 15 por ciento, 11 por ciento y 5 por ciento, respectivamente⁶. Así, existe un amplio margen para el desarrollo del mercado financiero hipotecario peruano. Una alternativa para ello son los bonos cubiertos, títulos de deuda respaldados por un colateral, que pueden representar una importante fuente de recursos para la financiación de préstamos hipotecarios.

En países con mercados hipotecarios desarrollados, los llamados instrumentos financieros hipotecarios (títulos respaldados por créditos hipotecarios) han tenido un rol importante para sostener el financiamiento de viviendas en el mediano plazo, en la medida que permiten canalizar recursos del mercado de capitales (administrados por los fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros, por ejemplo) hacia el financiamiento hipotecario.

Modelos de emisión de instrumentos financieros hipotecarios

La literatura económica ha identificado dos modelos bajo los cuales opera la emisión de los instrumentos financieros hipotecarios, a saber: el modelo de bonos cubiertos y el modelo de titulización o “de originar para distribuir”.

Los instrumentos clasificados en el modelo de bonos cubiertos son emitidos directamente por la institución originadora de los activos que se constituyen como garantía, los que comúnmente consisten en créditos hipotecarios y otros activos de alta calidad. La principal característica de este modelo consiste en que el riesgo de crédito permanece en el balance del banco. En cuanto a su uso y difusión, este modelo es seguido actualmente por la mayoría países europeos.

6 Morris, Felipe, Estudio sobre programas de vivienda: caso Perú, BID, 2009.
