

# R

## ESERVAS internacionales, choques externos y políticas contra-cíclicas

PAUL CASTILLO\*

Las reservas internacionales representan el activo internacional más líquido de un país. Permiten enfrentar necesidades urgentes de recursos, como las que generan las salidas inesperadas de capitales.

\* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP.

La experiencia reciente de muchas economías emergentes frente a la actual crisis financiera global, entre ellas el Perú, muestra que un nivel adecuado de reservas internacionales es también un factor que contribuye a la capacidad de las economías para implementar políticas macroeconómicas contra-cíclicas, aún frente a escenarios externos adversos.

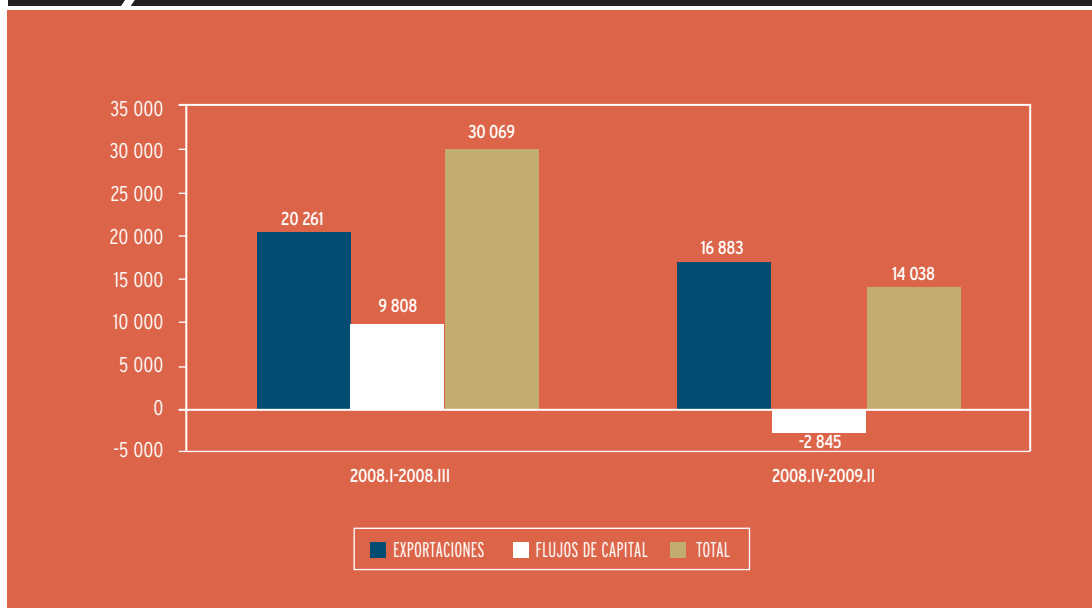
La teoría económica sugiere que frente a caídas transitorias de ingresos, asociadas por ejemplo a menores precios de exportación, es óptimo que las economías financien estos menores ingresos con préstamos del exterior y no realicen un ajuste abrupto en sus gastos. Esto resulta óptimo en la medida que permite a los países reducir la volatilidad del ciclo económico, lo que a su vez se refleja en menores niveles de riesgo país, y menores tasas de interés, permitiendo mayores tasas de crecimiento a largo plazo.

Sin embargo, en la práctica, al menos hasta esta crisis, pocos países han logrado implementar este tipo de respuesta (elevar su financiamiento externo) frente a escenarios externos adversos. El acceso a los mercados internacionales no es homogéneo entre países y tampoco en el tiempo. Así, en periodos de menor crecimiento económico, la mayoría de economías emergentes enfrentan un endurecimiento de las condiciones de acceso a los mercados internacionales, lo que se ve reflejado en mayores niveles de riesgo país y menores flujos de capitales, lo que limita no sólo las posibilidades de financiar la caída de ingresos con mayor deuda, sino que en el pasado se ha reflejado en políticas macroeconómicas pro-cíclicas, amplificando el impacto del choque externo negativo.

¿Cómo ocurre esto? Por un lado, como la mayor parte de la deuda de economías emergentes se emite en otra moneda, usualmente el dólar o el euro, la salida de capitales genera una pérdida de valor de la moneda local, que presiona sobre la situación financiera del fisco. Al debilitarse la moneda local, el gasto financiero del sector público en términos reales se incrementa, limitando la capacidad del fisco para expandir su gasto, y con ello la posibilidad que compense, al menos parcialmente, la caída de la demanda externa. Si el sector privado también mantiene deudas en moneda extranjera, las presiones depreciatorias amplifican su efecto negativo, particularmente en el caso de empresas del sector no transable, cuyos ingresos se generan en la moneda local, y por tanto no se incrementan cuando la moneda doméstica se debilita. Si además las empresas se encuentran altamente apalancadas, este efecto es aún mayor, dañando la posición financiera de empresas y de las entidades del sistema financiero.

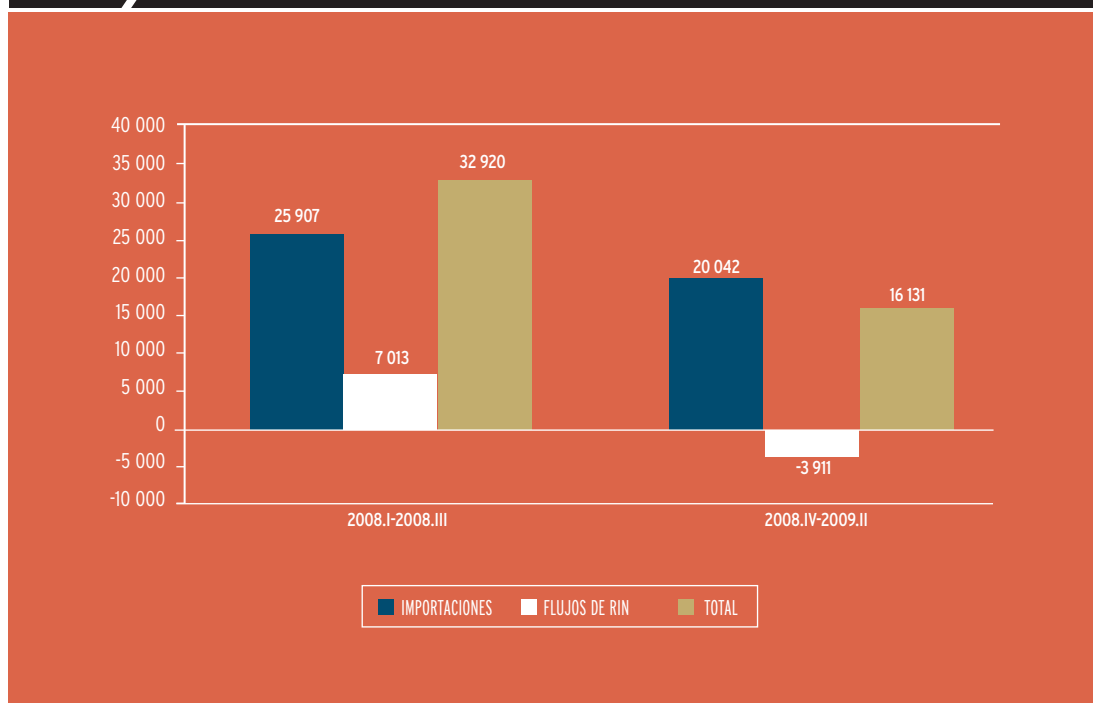
Para evitar este impacto negativo de la pérdida de valor de la moneda local sobre la posición financiera de agentes nacionales, muchos Bancos Centrales en economías emergentes limitan la volatilidad del tipo de cambio, a través de ventas directas de moneda extranjera o incrementos en sus tasas de interés, reacción a la que Guillermo Calvo y Carmen Reinhart han denominado el “miedo a flotar” de los Bancos Centrales. En la práctica, este miedo a flotar ha llevado a los Bancos Centrales a implementar políticas monetarias pro-cíclicas, esto es, a subir las tasas de interés en periodos de menor crecimiento y no reducirlas como sugiere la teoría

**GRÁFICO 1** ■ Flujos de Ingresos Externos al Perú  
(Millones de US \$)



NOTA: LOS FLUJOS DE CAPITAL CORRESPONDEN A LA TOTALIDAD DE LOS FLUJOS DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS.  
FUENTE: BCRP

**GRÁFICO 2** ■ Importaciones y Reservas Internacionales  
(Millones de US \$)



FUENTE: BCRP

económica. Esta vez, sin embargo, parece haber sido diferente. De acuerdo con el último informe de perspectivas para la región de las Américas del Fondo Monetario Internacional, los países mejor preparados de América Latina, entre los que destaca Perú, fueron capaces de implementar políticas monetarias contra-cíclicas en respuesta a esta crisis. Una de las características en común de estas economías poco desarrolladas, ha sido una importante acumulación preventiva de reservas internacionales.

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 de la Banca, por ejemplo, a través de una reducción en la tasa de encaje. De esta manera, los bancos no requieren contraer su oferta de crédito para enfrentar una reducción en el financiamiento de corto plazo del exterior.

Asimismo, el Banco Central puede contener una depreciación abrupta de la moneda, vendiendo directamente moneda extranjera a los bancos 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. Ello también contribuye a mantener las tasas del sistema financiero estables, aún en periodos de elevada incertidumbre en los mercados de dinero.

También, la experiencia reciente evidencia que el mismo hecho de mantener un elevado nivel de reservas internacionales facilita un mayor acceso a los mercados financieros mundiales 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 del Tesoro a tasas cercanas al 7 por ciento y a plazos de más de 20 años.

El efecto de menores ingresos transitorios sobre el gasto agregado es similar al que enfrentan las

familias cuando, por ejemplo, el cabeza de hogar pierde el trabajo. Aquellas familias que no acumularon ahorros líquidos durante los periodos de bonanza, el equivalente a las reservas internacionales para un país, tendrán que realizar ajustes drásticos en sus niveles de gastos frente a este evento inesperado, que pueden incluso tener efectos permanentes sobre el bienestar de las familias, tales como las consecuencias de cambiar de colegio a los hijos. Si los mercados financieros funcionaran perfectamente, esta familia no tendría que realizar este ajuste en su nivel de gastos, bastaría con obtener un préstamo para compensar la caída transitoria en su nivel de ingreso.

Conscientes de la falta de financiamiento en situaciones de bajos ingresos, resulta totalmente racional para las familias acumular ahorros por encima de lo que sería deseable si los mercados financieros funcionaran de manera perfecta. Con estos niveles de ahorro, frente al mismo evento, las familias no tendrían que cambiar de colegio a los hijos, sólo tendrían que perder transitoriamente parte de sus ahorros. Con esa misma racionalidad, muchos bancos centrales en economías emergentes han incrementado de manera substancial sus reservas internacionales antes de la crisis financiera, e incluso, en los últimos meses, en la medida que los mercados financieros se han estabilizado, han continuado ganando reservas internacionales.

Veamos a continuación que tan efectivo ha sido el uso de las reservas internacionales para aminsonar el impacto de la crisis financiera en el Perú. Entre el cuarto trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009, la crisis financiera internacional se reflejó en una caída de ingresos por exportaciones para el Perú, descontando la remesa de utilidades, de alrededor de US \$ 3 200 millones, respecto a lo observado en los tres primeros trimestres de 2008. Asimismo, generó menores flujos de capitales, los que se redujeron de un ingreso de US \$ 9 808 millones en los tres primeros trimestres de 2008 a una salida neta de US \$ 2 845 millones en los siguientes tres trimestres. (Gráfico 1).

Durante este periodo, la economía tuvo que enfrentar un menor flujo de recursos del exterior respecto a los tres primeros trimestres de 2008 de alrededor de US \$ 16 000 millones de dólares, de éstos, aproximadamente, US \$ 11 000 millones (70 por ciento) se financiaron con menor acumulación de reservas internacionales y alrededor de US \$ 6 000 millones con ajuste de gasto agregado. Como se observa en el cuadro 1, los flujos de reservas internacionales pasaron de una acumulación de US \$ 7 013 millones a una pérdida de US \$ 3 911 millones. (Gráfico 2).

De no haberse utilizado las reservas internacionales para amortiguar el impacto en el gasto agregado, la caída de este indicador, reflejada en menores importaciones, hubiera sido casi el doble, alrededor de US \$ 10 000 millones, con los consecuentes efectos negativos sobre la creación de empleo y consumo.

Si se hace el mismo ejercicio para los años 1998 y 1999, periodo en el que Perú contaba con un



**Mantener un elevado nivel de reservas internacionales facilita un mayor acceso a los mercados financieros mundiales a las economías emergentes**



**CUADRO 1** ■ Flujos de Recursos del Exterior 2008  
(Millones de US \$)

	2008		Diferencia
	2008.I - 2008.III	2008.IV - 2009.II	
Exportaciones bienes	25 055	17 910	-7 145
Exportaciones de Servicios	2 724	2 608	-116
Remesas	-7 518	-3 636	3 882
<b>Exportaciones Netas</b>	<b>20 261</b>	<b>16 883</b>	<b>-3 379</b>
Flujos de Capitales	9 808	-2 845	-12 653
<b>Flujo Total de Recursos del exterior</b>	<b>30 069</b>	<b>14 038</b>	<b>-16 031</b>
RIN	7 013	-3 911	-10 924
Importaciones	25 907	20 042	-5 864

FUENTE: BCRP

**CUADRO 2** ■ **Flujos de Recursos del Exterior 1998**  
(Millones de US \$)

	1998		Diferencia
	1998.I - 1998.III	1998.IV - 1999.II	
Exportaciones bienes	4 101	4 477	375
Exportaciones de Servicios	1 346	1 197	-149
Remesas	-589	-447	142
<b>Exportaciones Netas</b>	<b>4 859</b>	<b>5 227</b>	<b>369</b>
Flujos de Capitales	2 249	-476	-2 725
<b>Flujo Total de Recursos del exterior</b>	<b>7 107</b>	<b>4 751</b>	<b>-2 356</b>
RIN	-105	-1 360	-1 255
Importaciones	8 128	6 722	-1 406

FUENTE: BCRP

menor nivel de reservas internacionales, se puede observar que en esa oportunidad un 50 por ciento de la reducción de flujos de capitales se financió con pérdida de reservas internacionales y, por lo tanto, el resto del ajuste se tuvo que enfrentar con menores importaciones, que reflejaban un mayor ajuste de su nivel de gasto agregado. (Cuadro 2).

Esta vez, la mayor capacidad que ha tenido nuestra economía para absorber un choque externo, incluso de mayor magnitud que el que enfrentó en 1998, se ha reflejado en un mejor desempeño del consumo, el empleo, las condiciones crediticias, e incluso, el PBI. Así, el consumo en el segundo trimestre de 2009 se ubicó 7 por ciento por encima de su valor pre-crisis, mientras que en 1999 cayó casi 3 por ciento en similar periodo. En el caso del empleo, la diferencia también es notoria, en 1999 este indicador cayó 5 por ciento, en esta ocasión, se ha mantenido estable. En el caso del crédito al sector privado, esta vez se incrementó en 15 por ciento, en 1999 cayó 3 por ciento. (Gráfico 3).

También a nivel teórico, recientemente algunos autores, utilizando modelos basados en micro-fundamentos, muestran que resulta óptimo que las economías mantengan niveles de reservas internacionales positivos cuando enfrentan restricciones de acceso al crédito. En estos modelos, el nivel adecuado de reservas internacionales es mayor cuando la probabilidad de un evento de salida de capitales o caída abrupta de precios de exportación es mayor, cuanto más vulnerable se encuentre la economía, como por ejemplo, cuando ésta se encuentra altamente dolarizada, y cuando menor es el costo de oportunidad de mantener reservas (Ver Jeanne, Oliver y Romain Rancière (2006) y Benigno et. Al (2008) ).

¿Tiene algún costo mantener elevados niveles de reservas internacionales? Así como para una familia que no tiene acceso al sistema financiero, y por tanto no puede contratar un seguro frente a un siniestro, le resulta conveniente mantener elevados niveles de ahorro, a pesar del menor consumo que

**El acceso a los mercados internacionales no es homogéneo entre países y tampoco en el tiempo**

ello representa hoy; también a nivel agregado, resulta claro que en tanto no exista en el sistema financiero internacional la posibilidad de asegurar el país contra salidas inesperadas de capital, o caídas abruptas en los términos de intercambio, mantener elevados niveles reservas internacionales resulta una forma efectiva para que las economías emergentes puedan afrontar con mayor éxito entornos externos cada vez más volátiles.

Lo anterior no quiere decir que la acumulación de reservas internacionales remplace a las políticas macroeconómicas adecuadas, por el contrario, en muchos casos, como en el del Perú, buena parte de la ganancia de reservas internacionales en los últimos años son reflejo de políticas macroeconómicas prudentes. Así, el fisco peruano durante los años de elevados precios de *commodities*, tuvo la capacidad para generar, superávit fiscal y con ello una reducción progresiva e importante de la deuda pública y acumulación de depósitos en el BCRP, que per-

**GRÁFICO 3** ■ Evolución de Variables Macroeconómicas (1998 versus 2008)



**NOTA:** TODAS LAS VARIABLES ESTÁN AJUSTADAS POR ESTACIONALIDAD Y EXPRESADAS COMO ÍNDICES RESPECTO A SUS BASES. PARA EL CONSUMO Y LA INVERSIÓN LOS DATOS SON TRIMESTRALES Y LA BASE ES EL CUARTO TRIMESTRE DE 1997 Y 2007, RESPECTIVAMENTE (1997.Q4=100, 2007.Q4=100). PARA EL EMPLEO Y EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO, LOS DATOS SON MENSUALES Y LAS BASES SON JULIO 1997 Y JULIO 2007, RESPECTIVAMENTE (JULIO 1997=100 Y JULIO 2007=100).

**FUENTE:** BCRP

mitieron al BCRP un mayor volumen de compras de moneda extranjera en el mercado de dinero, y por lo tanto, acumular reservas internacionales. Asimismo, elevados niveles de encaje en moneda extranjera, permitieron aminorar el impacto de los flujos de capitales sobre la oferta de crédito del sistema financiero, reduciéndose la probabilidad de episodios de boom de crédito, y a la vez, facilitaron la acumulación de un nivel importante de liquidez en moneda extranjera, alrededor de US \$ 5 500 millones, más del 30 por ciento de los depósitos en moneda extranjera.

Una política preventiva de acumulación de reservas internacionales tiene la ventaja adicional que no es incompatible con la flotación cambiaria, y consecuentemente, 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. ■

**REFERENCIAS**

- Benigno, Gianluca, Huigang Chen, Christopher Otrok, y Eric R. Young, 2008, "Optimal Policy with Occasionally Binding Credit", Documento en Discussion. London School of Economics.
- Calvo Guillermo y Carmen Reinhart, 2008, "Fear of Floating" Quarterly Journal of Economics, Vol. CXVII No. 2, May 2002, 379-408.
- Jeanne, Oliver y Romain Rancière, 2006, "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications", Documento de Trabajo N° 06-229, FMI.
- Regional Economic Outlook, Western Hemisphere, Crisis Averted, what's next?, 2009, Fondo Monetario Internacional, octubre.