

Identificando olas de flujos DE CAPITAL¹

SERGIO SERVÁN* Y JUAN CASTILLO**



* Jefe, Departamento de Programación Financiera y Análisis del Sector Real del BCRP
sergio.servan@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Programación Financiera y Análisis del Sector Real del BCRP
juan.castillo@bcrp.gob.pe

En este artículo se identifican episodios extremos de flujos de capital en Perú entre 1990 y 2023, utilizando una metodología basada en flujos brutos. Se describen episodios de *surges*, *stops*, *flights* y *retrenchments*, y se comparan con los de otras economías de la región. Los episodios peruanos se vinculan a crisis externas o incertidumbre política. Se destaca el rol del BCRP, que ha aplicado medidas macroprudenciales para mitigar riesgos y preservar la estabilidad financiera en contextos de alta volatilidad.

1 Agradecemos la colaboración de Rocío Gondo y Mauricio de la Cuba por sus valiosos comentarios durante la elaboración de este documento.

La creciente globalización de los mercados ha generado cada vez mayores flujos de comercio y capital entre los países. La liberalización de las cuentas de capital, principalmente desde la década de los 80, jugó precisamente un rol muy importante en el incremento de los flujos de capital entre las economías. Esta mayor integración financiera se ha reflejado a su vez en un creciente volumen de las entradas (*inflows*) y salidas (*outflows*) de capital de las diversas economías, las cuales en algunos períodos de tiempo en específico llegaron a alcanzar magnitudes importantes.

En el presente artículo se busca identificar estos movimientos extremos u “olas” de flujos de capital para la economía peruana. Para ello se emplea la metodología propuesta por Forbes y Warnock (2012), la cual se basa en el análisis de los flujos brutos de entradas y salidas de capital, incorporando los años de la pandemia dentro del periodo de análisis del comportamiento de estos flujos. Comparando dichos episodios con el promedio de otros países de la región, se encuentra que los episodios denominados de *flights* son más frecuentes y los de *surges* tienen mayor duración. Asimismo, los episodios identificados para Perú están ligados generalmente a crisis internacionales o políticas internas. Un elemento para destacar es que, durante dichos períodos, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ha adoptado diversas medidas de política macroprudencial a fin de evitar posibles desbalances

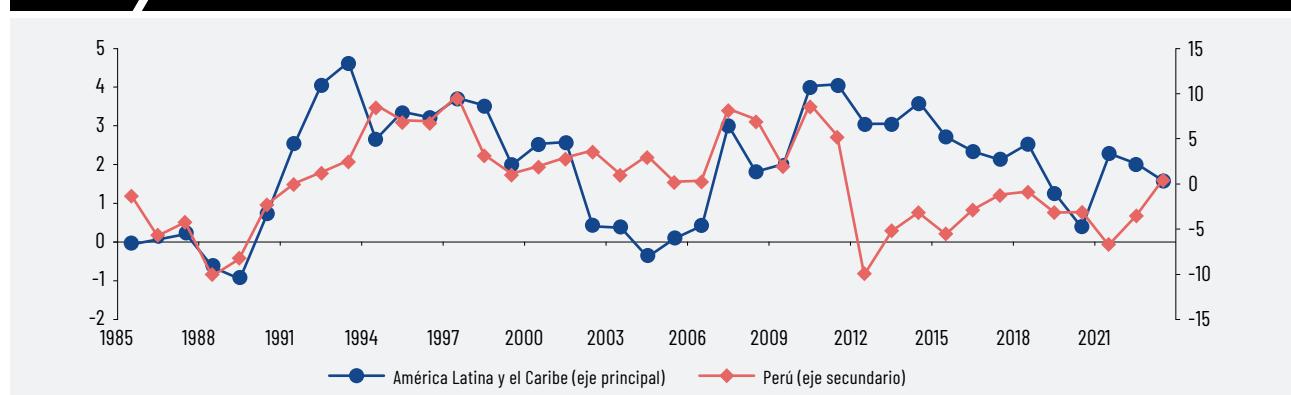
en la economía como consecuencia de los potenciales impactos negativos que suelen tener estos tipos de episodios.

EVOLUCIÓN RECENTE Y COMPORTAMIENTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Entre 1980 y 1990, con el aumento de la libre movilidad de capitales, diversos países empezaron a ser receptores de mayores flujos de capital, los cuales siguieron aumentando durante el resto de la década de 2000. Sin embargo, dichos flujos se redujeron en 2009 por la Gran Crisis Financiera para posteriormente recuperarse. Como consecuencia de la pandemia del COVID-19, en 2020, la magnitud de los flujos, tanto de entradas como de salidas, registró en algunos países valores nunca vistos. En el Gráfico 1 se observa la evolución de las entradas netas de capital tanto para América Latina y el Caribe como para Perú. Para el primer caso, entre 1985 y 1989 se observó un flujo neto promedio negativo y cercano a cero. Sin embargo, dichos flujos se volvieron positivos en la década de los 90 y registraron un valor promedio de 3 por ciento del PBI. De manera similar, Perú tuvo una salida neta de capitales con un valor promedio de 6 por ciento del PBI entre 1985 y 1989, y pasó a tener entradas netas de 4 por ciento del PBI en la siguiente década.

No obstante, los mayores flujos de capital también han venido acompañados con una mayor volatilidad

GRÁFICO 1 ■ Flujos netos de capital en América Latina y el Caribe y en Perú
(Porcentaje del PBI)



NOTA: LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL INCLUYEN EL SALDO DE LA CUENTA DE CAPITAL Y LA CUENTA FINANCIERA. EL SIGNO POSITIVO (NEGATIVO) INDICA UNA ENTRADA (SALIDA).

FUENTE: CEPAL, BANCO MUNDIAL.

CUADRO 1 ■ Volatilidad de los flujos de capital
(Desviaciones estándar, billones de USD)

	Entradas							Salidas						
	90-94	95-99	00-04	05-09	10-14	15-19	20-23	90-94	95-99	00-04	05-09	10-14	15-19	20-23
Argentina	4,1	2,4	2,9	2,5	1,7	7,0	3,9	2,0	2,5	1,7	2,5	2,0	4,4	2,1
Brasil	2,8	7,2	4,6	16,3	9,8	10,4	13,5	1,2	2,5	2,3	6,2	7,6	6,3	10,4
Chile	0,8	1,3	0,9	3,1	3,8	2,7	7,1	0,4	1,6	1,0	3,4	4,3	2,7	5,8
Colombia	1,0	0,7	1,8	2,5	1,9	2,7	0,5	0,5	0,6	1,9	1,9	1,9	2,1	2,1
México	3,8	4,4	4,4	6,5	7,5	8,1	12,9	2,5	2,7	3,8	8,1	6,5	7,8	7,1
Perú	0,5	0,7	0,4	1,8	2,1	1,6	2,6	0,2	0,2	0,2	0,9	1,0	1,3	2,0

FUENTE: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.

(Cuadro 1). Desde 1990, la tendencia en los niveles de volatilidad de los flujos de capital ha ido en aumento, y de manera notable durante la crisis de 2009 y también a partir del 2020, a raíz de la pandemia. La mayor volatilidad de los flujos de capital puede tener diversas consecuencias en un país. Entre ellas, una mayor inestabilidad del sistema financiero y presiones considerables sobre el tipo de cambio. Más aún, estos efectos pueden ser mayores en períodos de crisis, en los cuales los flujos de capital suelen contraerse en mayor magnitud (Broner et al., 2013). No obstante, también tienen beneficios porque pueden constituir una fuente alternativa de liquidez cuando se presentan restricciones en la liquidez global.

ENFOQUES SOBRE LA IDENTIFICACIÓN DE LAS OLAS DE FLUJOS DE CAPITAL

La identificación de "olas" de flujos de capital ha conllevado el desarrollo de diversas metodologías. La mayoría de ellas coinciden en que la magnitud de los flujos debe medirse tanto en términos absolutos como relativos (Crystallin et al., 2015). Si bien esto puede ser complicado, la OECD (2018) propone que primero se puede determinar una ola en términos relativos y luego verificar su importancia en términos absolutos para una economía en particular.

- **Medidas absolutas:**

La medición absoluta evalúa los flujos de capital de un país como proporción respecto a una variable, generalmente el PBI. Se catalogará un episodio como de extremo movimiento de capitales cuando

dicha proporción supere cierto valor considerado como normal. Sin embargo, pueden existir ciertos problemas con esta medición, dado que no existe una guía, sustento teórico o un valor comúnmente aceptado, por lo que la elección de dicho umbral puede terminar siendo arbitraria.

- **Medidas relativas:**

A diferencia de las medidas absolutas, las medidas relativas comparan los flujos actuales con sus valores en el pasado. Por ejemplo, los flujos con promedios de la serie o desviaciones con respecto a una tendencia, lo cual también podría permitir la comparación entre países.

Diversos trabajos han analizado las olas de flujos de capital; sin embargo, la mayoría de los trabajos considera como variable de estudio a los flujos netos de capital (Calvo, 2004). Por su parte, aquellos que consideran a los flujos brutos fueron realizados antes de la pandemia y, por lo tanto, no consideran dicho periodo de análisis, como el estudio de Forbes y Warnock (2012). Durante la década de los 90 e inicios de los 2000, el análisis se enfocó en los flujos netos de capital pues las salidas no representaban una magnitud considerable. Así, los flujos netos se movían principalmente por los factores relacionados a las entradas de capital. Sin embargo, a medida que los inversores domésticos empezaron a incrementar sus posiciones de activos extranjeros, los movimientos de los flujos netos ya no podían atribuirse exclusivamente a los factores relacionados a los flujos provenientes de los inversores extranjeros. Por ejemplo, a fines de los 2000 en Perú, las inversiones en el exterior de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) solo representaban el 7,6 por ciento de la cartera total de inversiones; sin embargo, para fines de 2023 ya representaban el 39,8 por ciento, lo que reflejó una mayor participación de los inversionistas institucionales domésticos en el movimiento de los flujos netos de capital. Precisamente, en el Gráfico 2 se observa cómo la diferencia entre las entradas y salidas de capital de países como Perú, México, Colombia, Brasil, Argentina y Chile se empieza a acrecentar considerablemente a partir de los años 2000, lo que justifica dividir el análisis considerando los flujos brutos y no los netos.

“
Todos los episodios encontrados para Perú también son importantes en términos absolutos,
pues los flujos anualizados respecto al PBI son mayores o menores, según el tipo de episodio, comparados con el promedio de dicho ratio en un intervalo de trimestres alrededor de los cuales ocurren los episodios identificados.

METODOLOGÍA

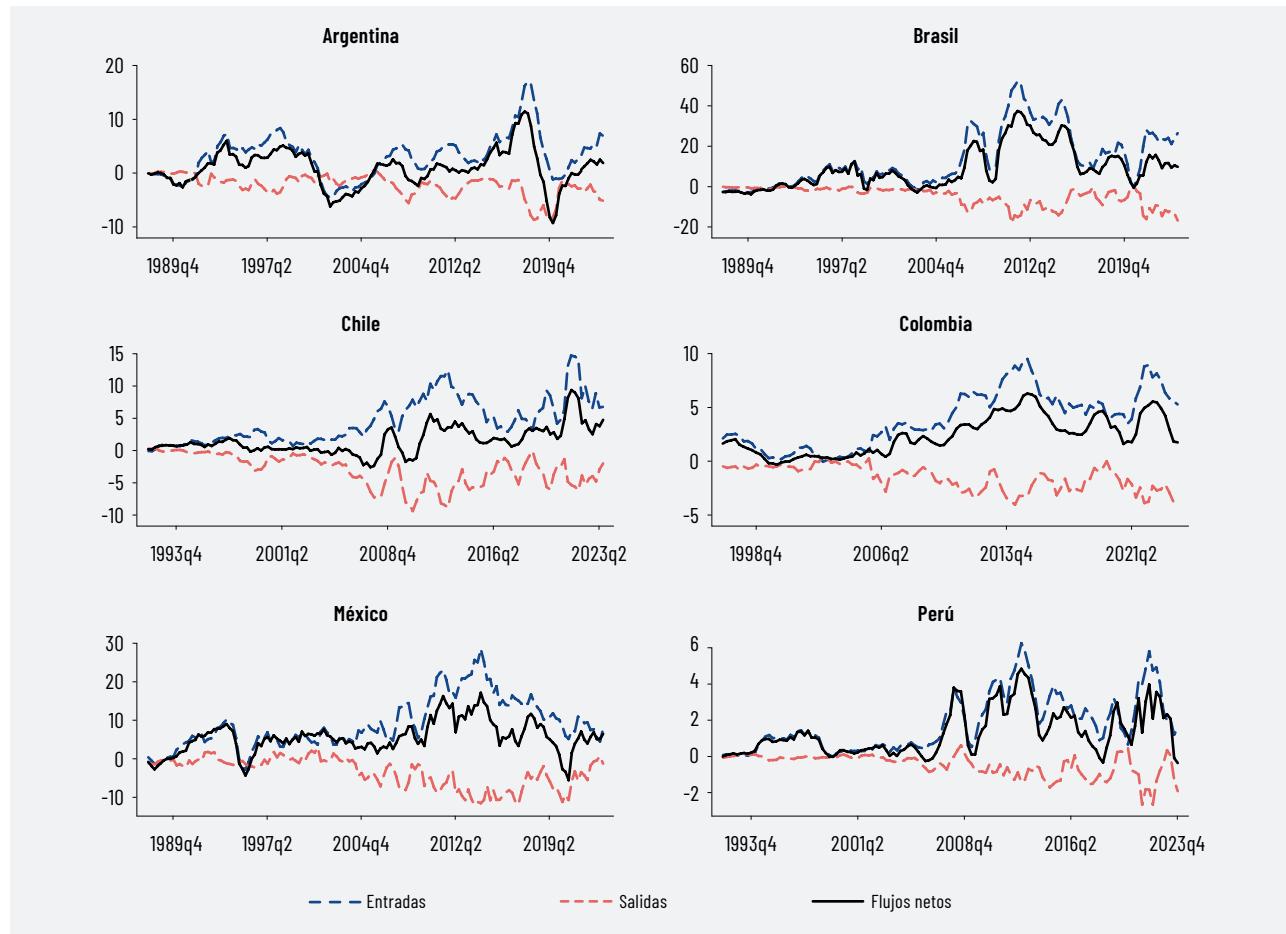
Para identificar las olas de flujos de capital seguimos el enfoque de medidas relativas usando la metodología elaborada por Forbes y Warnock (2012). Este permite identificar cuatro tipos de episodios: *surges* (grandes incrementos de entradas), *stops* (grandes disminuciones de entradas), *flights* (grandes incrementos de salidas) y *retrenchments* (grandes disminuciones de salidas).

Los datos empleados corresponden a la presentación analítica de la balanza de pagos reportados trimestralmente al FMI para Argentina, Brasil, Chile,

GRÁFICO 2

Flujos brutos y netos de capital

(En billones de USD)



NOTA: LOS FLUJOS BRUTOS Y NETOS ESTÁN CALCULADOS COMO EL PROMEDIO MÓVIL DE CUATRO TRIMESTRES. LOS FLUJOS NETOS CORRESPONDEN A LA DIFERENCIA ENTRE LAS ENTRADAS Y LAS SALIDAS. ESTAS ÚLTIMAS ESTÁN REPRESENTADAS CON SIGNO NEGATIVO, ES DECIR, UN SIGNO NEGATIVO (POSITIVO) SIGNIFICA UN AUMENTO (DISMINUCIÓN) DE ACTIVOS EN EL EXTERIOR.

FUENTE: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.

Colombia, México y Perú hasta 2023. Las entradas de capital están definidas como la suma de los flujos por pasivos de inversión directa, inversión de cartera y otra inversión. De manera análoga, las salidas de capital están compuestas por la suma de los flujos por activos de inversión directa, inversión de cartera y otra inversión.

Forbes y Warnock calculan el cambio interanual de los flujos de capital anualizados para cada trimestre. Sea C_t la suma móvil de 4 trimestres de los flujos brutos de capital, se define la variable ΔC_t como los cambios anuales de un año a otro en C_t , es decir:

$$C_t = \sum_{i=0}^3 \text{Flujo bruto}_{t-i} \text{ para } t = 1, 2, \dots, N$$

$$\Delta C_t = C_t - C_{t-4} \text{ para } t = 5, 6, \dots, N$$

Posteriormente, se calculan las medias móviles y las desviaciones estándar para los últimos 5 años de ΔC_t .

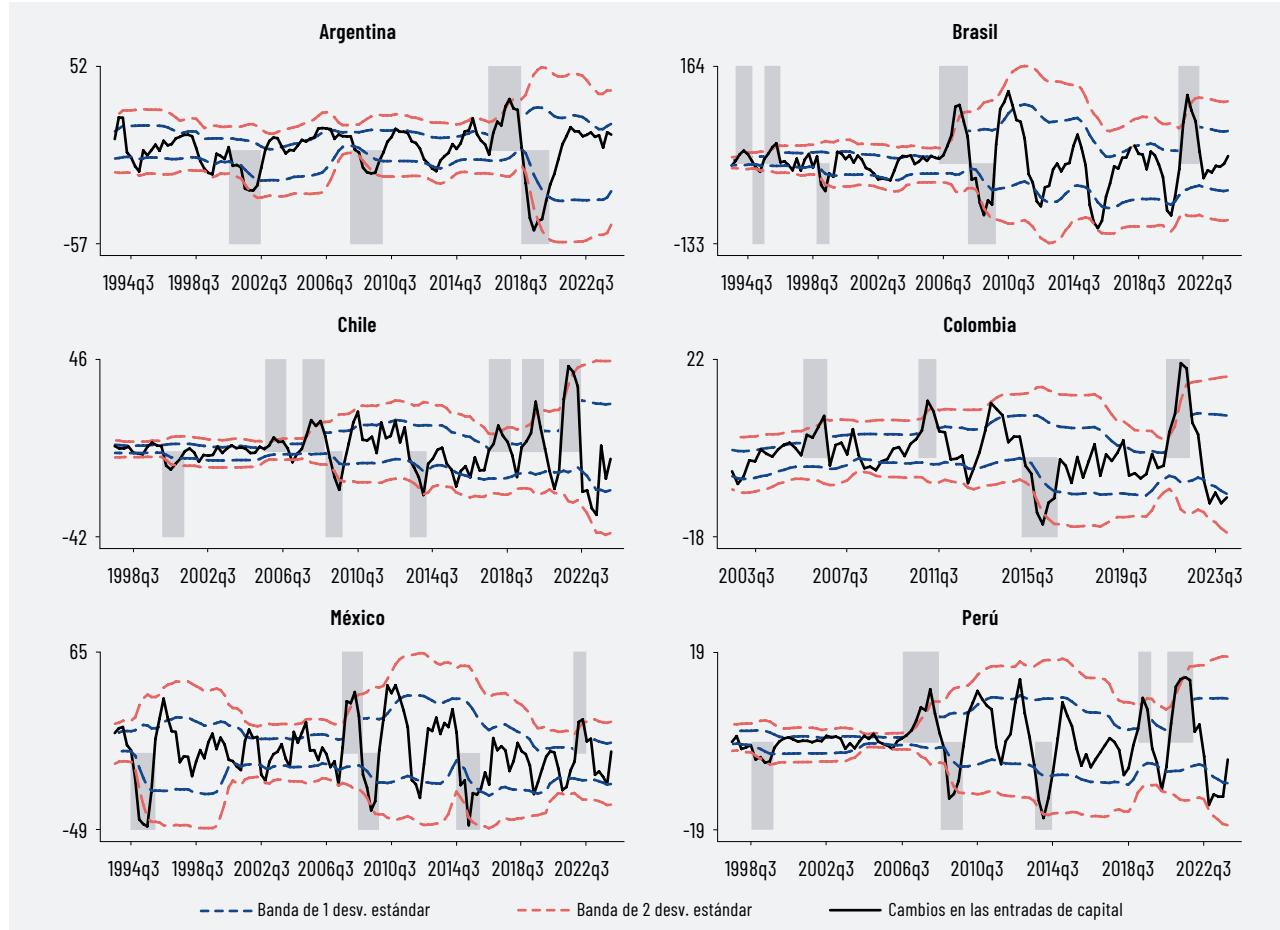
Para el caso de las entradas, se define un episodio como *surge* a aquel que comienza el primer trimestre t en el que ΔC_t aumenta una desviación estándar por encima de la media móvil y termina cuando ΔC_t cae por debajo de una desviación estándar de su media

móvil. Además, debe haber al menos un trimestre t dentro del periodo en el que ΔC_t aumente al menos dos desviaciones estándar por encima de su media. Finalmente, la duración del episodio debe ser superior a un trimestre.

Por otra parte, un *stop* se define como un periodo en el que las entradas caen una desviación estándar por debajo de su media y culmina en el momento en el que el flujo ya no está al menos una desviación estándar por debajo de su media, siempre y cuando haya caído en dos desviaciones estándar por debajo en algún momento del periodo y el periodo haya durado más de un trimestre. Los *flights* y *retrenchments* se identifican de la misma manera, pero utilizando las salidas en lugar de las entradas de capital para el cálculo.

RESULTADOS

El Gráfico 3 y el Gráfico 4 muestran los 4 tipos de episodios extremos identificados para la muestra de países seleccionados. La línea de color negro es el cambio de los flujos brutos de capital anualizados (ΔC_t). Las líneas punteadas azules son las bandas para las cuales el cambio en el flujo bruto equivale a una desviación es-

GRÁFICO 3 ■ **Episodios de *surges* y *stops***
 (En billones de USD)


tándar por encima de la media, mientras que las líneas punteadas rojas equivalen a dos desviaciones estándar por encima de la media.

Con la definición dada, para el caso de las entradas, un episodio se considera como *surge* si la línea de color negro (entradas de capital anualizadas) supera a la línea roja punteada más alta (dos desviaciones estándar) durante al menos un trimestre, y el episodio inicia cuando la línea de color negro cruza la línea punteada azul más alta (una desviación estándar) y termina cuando vuelve a cruzar esa misma línea azul.

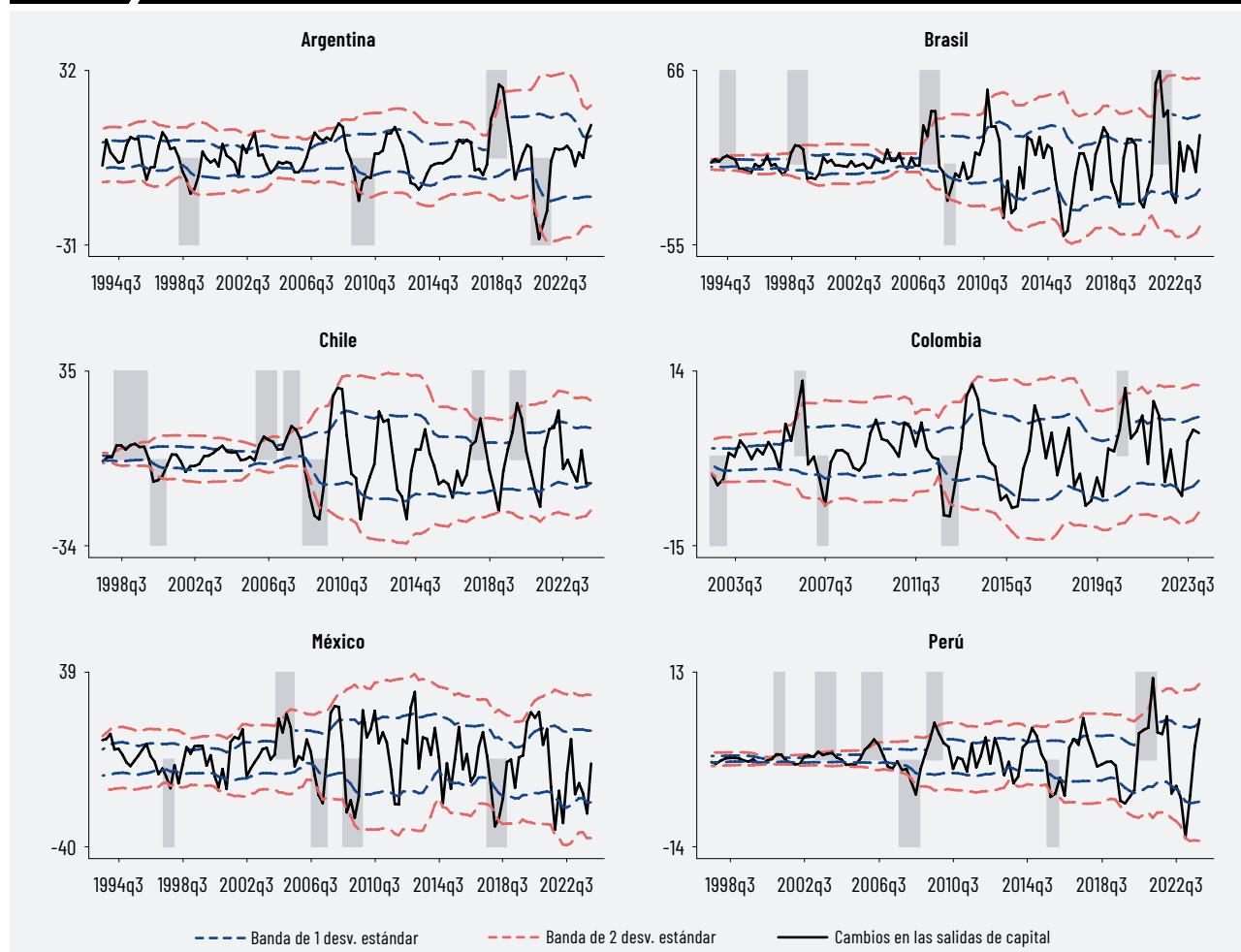
De manera similar, un episodio es definido como *stop* cuando la línea negra (entradas anualizadas) muestra una caída por debajo de la línea roja más baja (dos desviaciones estándar) al menos por un trimestre, y el episodio inicia cuando los flujos cruzan la línea azul más baja (una desviación estándar) y termina cuando vuelven a cruzar esa misma línea desde abajo. Tanto para los *surge* como para los *stop*, el episodio total debe durar más de un trimestre.

Con base en el criterio definido previamente, podemos identificar un total de 18 episodios de *surge*, 18 de *flight*, 16 de *stop* y 15 de *retrenchment* dentro de la muestra de países (Cuadro 2). A nivel general,

los episodios de *surge* tienen mayor ocurrencia que los de *stop*, pero son de menor duración en promedio. Por otro lado, en las salidas de capital los episodios de *flights* tienen mayor ocurrencia y duración promedio que los de *retrenchments*.

Si bien dentro del total de episodios identificados (67) la gran mayoría de ellos fueron debido a factores idiosincráticos de cada país, una parte importante estuvo relacionada a factores comunes. Entre 2006 y mediados de 2008, periodo en el que los precios de los metales se encontraban en su punto más alto, se registraron 4 episodios de *surges* en Perú, Brasil, Chile y México. Por otra parte, durante la Gran Crisis Financiera Internacional (2008-2009) se registraron alrededor de 5 episodios de *stops* y 5 episodios de *retrenchments* en Perú, Argentina, Brasil, Chile y México, en respuesta a los mayores niveles de incertidumbre y riesgo que limitaron tanto las inversiones de los residentes en el exterior como de los no residentes en economías emergentes. Adicionalmente, las diversas medidas de política adoptadas para enfrentar el COVID-19 generaron un contexto de mayor liquidez global, que coincidió con los 4 episodios de *surges* identificados en Perú, Brasil, Chile y Colombia entre 2020 y 2022.

GRÁFICO 4 ■ Episodios de *flights* y *retrenchments*
(En billones de USD)



NOTA: LAS ZONAS GRISAS REPRESENTAN LOS PERIODOS DONDE OCURREN LOS FLIGHTS O RETRENCHMENTS, SEGÚN CORRESPONDA.
FUENTE: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.

CUADRO 2 ■ Número de eventos y duración promedio por país

	<i>Surge</i>		<i>Stop</i>		<i>Flight</i>		<i>Retrenchment</i>	
	Cantidad	Duración promedio (en trím.)	Cantidad	Duración promedio (en trím.)	Cantidad	Duración promedio (en trím.)	Cantidad	Duración promedio (en trím.)
Argentina	1	7,0	3	6,7	1	4,0	3	4,3
Brasil	4	4,0	3	3,0	4	3,8	1	2,0
Chile	5	4,0	3	3,3	5	3,8	2	4,0
Colombia	3	3,7	1	6,0	2	2,0	3	2,7
México	2	3,0	3	4,7	1	3,0	4	3,3
Perú	3	4,7	3	3,3	5	3,4	2	3,0
Total	18	4,1	16	4,3	18	3,4	15	3,3

Para el caso de Perú hay una mayor ocurrencia de episodios de *flights* (5) respecto al resto de tipos de episodios. En comparación con el resto de países, la frecuencia de los episodios de *flights* es mayor que el presentado por toda la muestra de países, excepto por Chile. Asimismo, los episodios de *surge*

son los de mayor duración promedio (4,7 trimestres) comparados con los otros episodios y con una duración que está por encima del promedio de países de la muestra, superando a países como Colombia y México, donde los episodios de *stops* son de mayor duración.

CUADRO 3 ■ Episodios identificados para Perú

Tipo	Inicio	Fin	Duración (en trim.)	Promedio flujo/PBI (A)	Promedio +- 5 años alrededor del episodio (B)	Diferencia (B-A)
<i>Surge</i>	2006T4	2008T2	7	8,8	6,4	2,4
<i>Surge</i>	2019T2	2019T3	2	5,1	4,8	0,4
<i>Surge</i>	2020T4	2021T4	5	7,7	4,5	3,2
<i>Stop</i>	1998T4	1999T3	4	1,6	5,2	-3,6
<i>Stop</i>	2008T4	2009T3	4	3,7	6,8	-3,1
<i>Stop</i>	2013T4	2014T1	2	4,9	6,5	-1,6
<i>Flight</i>	2001T1	2001T2	2	0,9	0,8	0,1
<i>Flight</i>	2003T2	2004T1	4	1,8	0,9	0,9
<i>Flight</i>	2005T4	2006T3	4	3,6	1,4	2,2
<i>Flight</i>	2009T2	2009T4	3	2,3	1,8	0,5
<i>Flight</i>	2020T3	2021T2	4	2,4	1,6	0,8
<i>Retrenchment</i>	2007T4	2008T3	4	-0,6	1,7	-2,3
<i>Retrenchment</i>	2015T4	2016T1	2	0,5	1,8	-1,2

NOTA: LOS CÁLCULOS EFECTUADOS ESTÁN HECHOS SOBRE LA BASE DE LA MEDIDA DE FLUJOS DE CAPITAL ANUALIZADOS.

En el Cuadro 3 se listan detalladamente los episodios identificados para Perú. Asimismo, presenta el promedio de las entradas y salidas de capital anualizadas (según corresponda al tipo de episodio) como porcentaje del PBI durante los trimestres que dura la ola de flujos de capital. Esta medida se compara con el promedio del mismo ratio en el periodo que comprende a partir de 5 años antes de iniciado el episodio y que finaliza 5 años después del episodio. En todos los episodios encontrados, el primer promedio se encuentra por encima del segundo para el caso de los episodios de *surge* y *flight*, y por debajo cuando son episodios de *stop* o *retrenchment*. En ese sentido, los episodios identificados también pueden ser considerados como extremos movimientos acorde con el criterio absoluto.

Dentro de los episodios con mayor duración (más de 2 trimestres), destacan para el caso de Perú los siguientes:

- **Surges:**

2006T4 a 2008T2 (7 trimestres): Desde finales de 2006 hasta mediados de 2008, Perú registró un incremento considerable en sus entradas de capital, a partir de la fuerte reinversión de utilidades de 2007, principalmente, en empresas mineras y petroleras, acorde con el dinamismo y las expectativas favorables de la actividad económica. También fue importante el ingreso de capitales del exterior para invertir en títulos emitidos en el país, así como de capitales de corto plazo asociados a mayores requerimientos de moneda extranjera por parte de los bancos.

2020T4 a 2021T4 (5 trimestres): Con la pandemia del COVID-19 en el 2020, y ante la fuerte caída en la demanda interna y la reducción de las tasas de inflación, muchas economías, entre ellas la pe-

ruana, implementaron políticas contracíclicas. Asimismo, los bancos centrales disminuyeron sus tasas de interés, incrementaron el monto de compras de activos y apoyaron a la banca comercial mediante líneas de crédito. Las medidas de política revirtieron la tendencia a apreciarse del dólar. El entorno favorable se reforzó posteriormente con los avances para el desarrollo de la vacuna contra el COVID-19 y la reapertura progresiva de distintas economías. En esta situación de mucha liquidez, las economías emergentes registraron mayores entradas netas de capital. En el caso de Perú, este atravesó un periodo de importante ingreso de capitales desde fines de 2020 hasta finales de 2021, bajo la forma de mayor inversión de portafolio, inversión directa y pasivos de corto plazo del sector bancario, especialmente durante el primer semestre de 2021.

- **Stops:**

1998T4 a 1999T3 (4 trimestres): Perú registró una abrupta disminución en las entradas de capital de corto plazo desde finales de 1998 producto de la crisis de Asia, Rusia y Brasil. Ello afectó los flujos de capitales hacia las economías emergentes, así como la acumulación de reservas internacionales.

2008T4 a 2009T3 (4 trimestres): Uno de los principales efectos de la Gran Crisis Financiera Internacional de 2008-2009 en las economías emergentes fue la reversión de las entradas de flujos de capital en estos países. El contexto con restricciones al financiamiento externo y mayores tasas de interés hicieron vulnerables a economías altamente dependientes de capitales de corto plazo. Conforme con lo anterior, en Perú se registró una reducción importante de las entradas de capital en todos los componentes a inicios de 2009.

- **Flights:**

2009T2 a 2009T4 (3 trimestres): Como es usual en el comportamiento de los fondos luego de una crisis, estos tienden a recuperar su rentabilidad y comportamiento previos a la crisis, que se reflejó en un aumento de salidas de capital producto de las mayores inversiones en el exterior por parte de las AFP.

2020T1 a 2021T3 (4 trimestres): El contexto político y electoral durante el 2021 elevó la percepción de riesgo de los inversionistas locales y de las familias, quienes decidieron liquidar sus activos en el país y generaron una salida masiva de capitales de corto plazo. Dicha salida alcanzó el 7,4 por ciento del PBI en 2021, el mayor registro histórico a la publicación de este artículo (diciembre de 2025).

- **Retrenchment:**

2007T4 a 2008T3 (4 trimestres): Durante la Gran Crisis Financiera Internacional, las salidas de capital registraron un episodio de extrema disminución desde fines de 2007 hasta casi finales de 2008, producto de la liquidación de activos en el exterior por parte de los inversionistas institucionales, principalmente las AFP.

Implicancias macroeconómicas y el rol del BCRP

Como se indicó, estas olas de flujos de capital se han dado en un contexto de mayor integración y movilidad financiera. Si bien la libre movilidad de capitales ofrece

ventajas al asignar eficientemente los recursos hacia aquellos países en donde existen mayores rendimientos, así como acceso a mayores fuentes de liquidez para economías emergentes, también puede traer riesgos cuando dichos flujos de capital no son gestionados adecuadamente. En este contexto, se hace necesaria la adopción de diversas políticas macroprudenciales para, por ejemplo, controlar un excesivo crecimiento del crédito (situación típicamente asociada a períodos de *surges*) o una repentina y fuerte salida de capitales que pudiesen desestabilizar el sistema financiero o generar una alta volatilidad del tipo de cambio.

Si bien los *surges* (aumento de las entradas) y los *retrenchments* (disminución de salidas) en el caso peruano han estado asociados en promedio a un crecimiento del crédito en moneda extranjera, acorde con la mayor disponibilidad de divisas en la economía, este ha ido acompañado a su vez también de una mayor acumulación preventiva de reservas internacionales (RIN) por parte del BCRP (Cuadro 4). En un contexto de flexibilidad cambiaria como la que tiene Perú, es esta mayor disponibilidad de RIN la que ha permitido a la economía peruana estar mejor preparada para afrontar los episodios de salidas de capital identificados en este estudio.

Por otra parte, los episodios de salidas de capital identificados para Perú han estado asociados principalmente al comportamiento de los capitales de corto plazo y no a una paralización o reducción de la inversión directa extranjera (IDE). En particular, durante la crisis de 1998 (*stop*) y tal como se aprecia en el Cuadro 5, el flujo promedio de entradas de corto plazo fue significativamente menor comparado con dicho flujo en los años cercanos al periodo en el que ocurre el episodio.

CUADRO 4

Flujos de RIN y de crédito en moneda extranjera durante las olas de capital

Tipo	Inicio	Fin	RIN			Crédito en moneda extranjera		
			Promedio flujo/PBI (A)	Promedio +- 5 años alrededor del episodio (B)	Diferencia (A-B)	Promedio flujo/PBI (A)	Promedio +- 5 años alrededor del episodio (B)	Diferencia (A-B)
Surge	2006T4	2008T2	8,5	3,9	4,7	2,0	1,0	1,0
Surge	2019T2	2019T3	3,7	0,3	3,4	0,0	-0,1	0,2
Surge	2020T4	2021T4	2,4	0,7	1,7	-0,8	-0,1	-0,7
Stop	1998T4	1999T3	-2,7	1,1	-3,8	0,2	1,2	-1,0
Stop	2008T4	2009T3	-1,4	3,9	-5,3	1,1	1,3	-0,1
Stop	2013T4	2014T1	-0,3	1,6	-1,9	0,3	0,7	-0,4
Flight	2001T1	2001T2	-1,1	1,2	-2,3	-2,4	0,7	-3,0
Flight	2003T2	2004T1	0,6	2,2	-1,6	-0,8	0,3	-1,1
Flight	2005T4	2006T3	1,4	3,2	-1,8	0,5	0,5	0,0
Flight	2009T2	2009T4	-1,6	3,9	-5,5	0,4	1,3	-0,9
Flight	2020T3	2021T2	2,7	0,7	2,1	-1,2	-0,1	-1,1
Retrenchment	2007T4	2008T3	11,6	4,1	7,5	3,0	1,1	1,9
Retrenchment	2015T4	2016T1	-0,2	1,9	-2,2	-2,7	0,4	-3,1

NOTA: LOS FLUJOS ESTÁN EN TÉRMINOS ANUALIZADOS.

CUADRO 5 ■ Entradas y salidas de corto plazo durante las olas de capital

Tipo	Inicio	Fin	Entradas de corto plazo			Salidas de corto plazo		
			Promedio flujo/PBI (A)	Promedio +- 5 años alrededor del episodio (B)	Diferencia (A-B)	Promedio flujo/PBI (A)	Promedio +- 5 años alrededor del episodio (B)	Diferencia (A-B)
Stop	1998T4	1999T3	-2,5	0,1	-2,6			
Stop	2008T4	2009T3	-3,2	0,4	-3,5			
Flight	2009T2	2009T4				0,7	0,5	0,1
Flight	2020T3	2021T2				2,6	1,3	1,3

NOTA: LOS FLUJOS ESTÁN EN TÉRMINOS ANUALIZADOS.

En la crisis de 2008 (*stop* y *flight*), además de una disminución en las entradas de corto plazo, se registró un aumento importante de las salidas. Sin embargo, es importante destacar que ambos períodos están enmarcados en el contexto de un choque financiero global, donde Perú fue uno de los tantos países que se vieron afectados dada la alta interconexión de los mercados financieros internacionales. Por su parte, para el 2021, se dio una histórica fuga de capitales de corto plazo que, a diferencia de episodios anteriores asociados a crisis globales, respondió a la situación política de ese año. Durante este último episodio, el tipo de cambio experimentó un fuerte incremento y alta volatilidad. El BCRP pudo evitar una depreciación aún más drástica del sol mediante la intervención en el mercado cambiario, la cual fue posible dado el alto nivel de RIN con el que la autoridad monetaria contaba.

Hay que agregar que el BCRP también cuenta con requerimientos de encaje diferenciados en soles y dólares, siendo los últimos mayores debido al mayor riesgo de liquidez en moneda extranjera. Estos encajes en moneda extranjera son otro instrumento que ha sido utilizado por el BCRP para gestionar los potenciales efectos nocivos de movimientos abruptos de los flujos de capital. Por ejemplo, tal como documentan León y Quispe (2010), en los meses previos a la Crisis Financiera Internacional (antes de la quiebra de Lehman Brothers), el BCRP esterilizó los fuertes montos de entrada de capital mediante aumentos en el encaje en moneda extranjera. Por el contrario, luego de la quiebra de Lehman se generó una restricción de liquidez importante en los mercados; por tanto, para evitar una contracción fuerte del crédito, el BCRP redujo los requerimientos de encaje.

CONCLUSIÓN

En este artículo se identifican episodios de extremo movimiento u “olas” de flujos de capital utilizando la metodología propuesta por Forbes y Warnock (2012), la cual nos permite encontrar episodios de grandes subidas o caídas en los flujos de entradas (*surges* y *stops*, respectivamente) y de salidas (*flights* y *retrenchments*, respectivamente) de capital para Perú. Asimismo, se

comparan las características de dichos episodios con países como Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México. Dentro de esta muestra se encuentra que los episodios de *surge* tienen mayor ocurrencia que los de *stop*, pero son de menor duración en promedio. En el caso de las salidas de capital, los episodios de *flights* tienen mayor ocurrencia y duración promedio que los identificados como de *retrenchments*.

En Perú, respecto al promedio de la muestra, los períodos de *flights* son los episodios con mayor ocurrencia, mientras que aquellos identificados como *surges* son los episodios de mayor duración promedio. Todos los episodios encontrados para Perú también son importantes en términos absolutos, pues los flujos anualizados respecto al PBI son mayores o menores, según el tipo de episodio, comparados con el promedio de dicho ratio en un intervalo de trimestres alrededor de los cuales ocurren los episodios identificados. Además, los episodios encontrados para el caso peruano están relacionados principalmente a situaciones de crisis internacionales o inestabilidad política al interior del país. En estos escenarios, el Banco Central ha respondido utilizando diversas medidas macroprudenciales para evitar efectos importantes en la economía.

REFERENCIAS

- Banco Central de Reserva del Perú (1998-2023). Memoria Anual.
- Broner, F., Didier, T., Erce, A., & Schmukler, S. (2013). Gross capital flows: Dynamics and crises. *Journal of Monetary Economics*, 60(1), 113-133.
- Calvo, G., Izquierdo, A., & Mejía, L. (2004). On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects. NBER Working Paper 10520.
- Crystallin, M., Efremidze, L., Kim, S., Nugroho, W., Sula, O., & Willett, T. (2015). How Common are Capital Flows Surges? How They are Measured Matters a Lot. *Open Economies Review*, 26(4), 663-682.
- Forbes, K., & Warnock, F. (2012). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88(2), 235-251.
- León, D., & Quispe, Z. (2010). El encaje como instrumento no convencional de Política Monetaria. *Moneda*, (143).
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (2018). Measurement and Identification of Capital Inflow Surges. *Review of the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*.