

Modalidades de flujos de capital y respuestas de política en los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela ¹

Resumen

En el presente documento se compara las diferentes modalidades de flujos de capital de los países miembros del Mercosur (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay), Bolivia, Chile, y Perú en los últimos años, poniendo especial énfasis en sus características comunes, así como en las respuestas de política implementadas para moderar su impacto. El análisis se hace en base a una encuesta realizada a los Bancos Centrales de cada país. Los resultados de la encuesta muestran que los flujos de capitales han recobrado dinamismo en la región, frente a lo cual, se ha observado una respuesta activa por parte de las autoridades económicas, que ha incluido, tanto un cambio en la orientación de las políticas macroeconómicas desde una posición de impulso hacia una situación más neutral, como la aplicación de un conjunto amplio de medidas macro-prudenciales. Los indicadores macroeconómicos no muestran desequilibrios importantes a nivel agregado, lo que sin embargo no implica que los flujos de capitales no puedan generar riesgos futuros, por lo que se requiere, de parte de las autoridades económica, continuar monitoreando su impacto.

Palabras Clave: Flujos de capital, Mercosur, América Latina, respuestas de política.

¹ Informe elaborado por Paul Castillo, Alex Contreras, Zenón Quispe y Youel Rojas de la Subgerencia de Diseño de Política Monetaria del Banco Central de Reserva del Perú, sobre la base de las respuestas a la encuesta sobre: “Modalidades de flujos de capital en los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela”. Se agradece los comentarios recibidos de los distintos bancos centrales.

I. Introducción

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 doméstico 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 doméstico 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 y puede debilitar 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. En este documento se describen y analizan las tendencias recientes de los flujos de capital en las economías de la región², sus principales características así como las medidas de política implementadas en el último año para minimizar sus riesgos.

Finalizada la crisis financiera internacional de 2007-2009, los países miembros del Mercosur (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay), Bolivia, Chile y Perú, 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

² En el presente documento se utiliza el término “región” para hacer referencia a los países de Mercosur (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay), Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

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.

El mayor dinamismo en los flujos netos de capital en la región 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 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.

La participación de no residentes en el mercado de Bonos de Gobierno ha sido creciente en Brasil, Chile y Perú, aunque todavía no superan el 5 por ciento del PIB. En Argentina y Uruguay las tenencias de no residentes de Bonos del Gobierno superan el 10 por ciento del PIB. Asimismo es notoria la poca participación de los flujos de capital entre países de la región, que en ningún caso supera el 0.5 por ciento del PIB

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.

Entre las principales medidas de política implementadas en la región, una de las políticas comunes a todos los países 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. Adicionalmente en Bolivia también existen límites a las inversiones de los bancos en el exterior. 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 domésticos, los que en algunos casos, como Perú, han contribuido a reorientar los flujos de capitales desde el corto plazo hacia el largo plazo.

El alto dinamismo de los flujos de capital no ha generado desequilibrios macroeconómicos substanciales en la región. Los déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubican dentro de rangos manejables para la mayoría de países, incluso para algunos, se observan superávits 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.

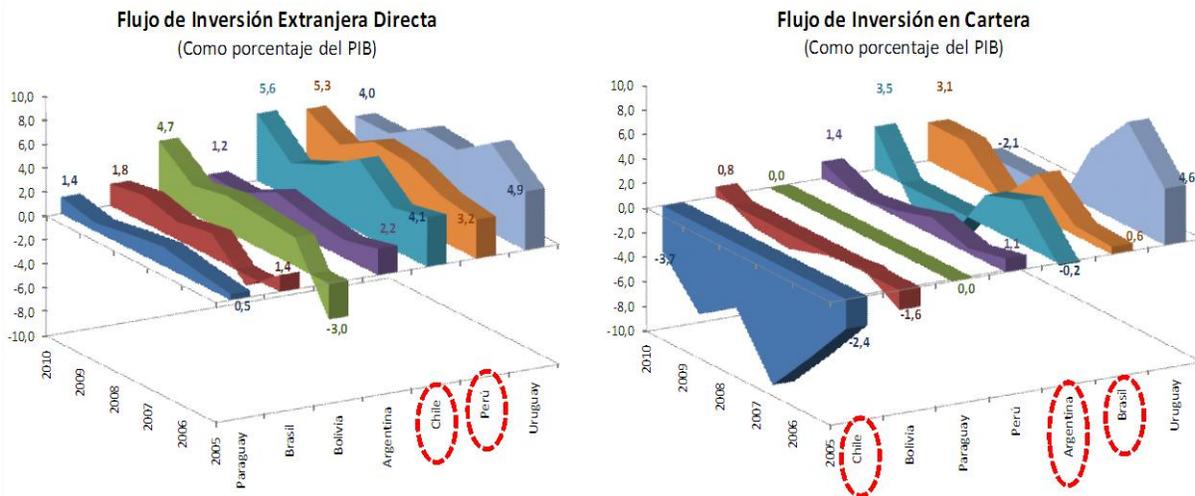
Sin embargo, este desempeño de las economías de la región, que muestra ausencia de desequilibrios macroeconómicos importantes no implica necesariamente que los flujos de capitales no puedan generar potenciales riesgos específicos a cada país, debido a descalces de monedas o excesivo apalancamiento de algunos agentes, que no se observan a nivel agregado. En ese sentido, es importante que las autoridades económicas permanezcan 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 requiere.

El resto del documento está dividido en 3 secciones. En la primera sección se discute la tendencia y característica reciente de los flujos de capital. En la sección III se discuten las respuestas de política económica. Finalmente, en la sección IV se analiza el impacto macroeconómico del mayor dinamismo de las entradas netas de capitales en la región.

II. Tendencias y características recientes de los flujos de capital

La rápida recuperación del crecimiento económico y la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos y financieros que muestran las economías de la región después de la crisis financiera global 2007-2009, y en un escenario de elevados términos de intercambio, están impulsando una significativa recuperación del dinamismo de los flujos de capitales. En los casos de Bolivia, Brasil, Chile, Uruguay y Perú, los flujos más importantes están asociados a la inversión directa extranjera, atraídos por elevados precios de commodities, y un crecimiento robusto de la demanda interna, mientras que para Argentina y Brasil se observa un mayor dinamismo en los flujos de portafolio (3,4 y 3,1 por ciento del PIB en el 2010, respectivamente).

Argentina y, en particular Brasil, ofrecen a los capitales de corto plazo mercados más líquidos y profundos, y tasas de interés más altas, factores que incentivan mayores volúmenes de inversión de corto plazo. Otras economías como Bolivia y Perú por ejemplo, resultan menos atractivas para los capitales de corto plazo debido a que los mercados de valores son menos líquidos por su etapa temprana de desarrollo.



Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Chile y Perú son los países en los que se observan los mayores flujos netos de capitales asociados a inversión directa extranjera, 5.6 y 5.0 por ciento del PIB para el 2010. En Uruguay y Bolivia, también los flujos netos bajo la forma de inversión directa son más importantes que los de portafolio (4.0 por ciento y 4.7 por ciento para el 2010,

respectivamente), sin embargo, en el caso de Uruguay, sus niveles todavía no han alcanzado aquellos observado durante el periodo pre-crisis.

Cabe destacar que en el caso de Chile se han registrado sistemáticas salidas netas de capital de cartera en los años recientes asociadas al creciente volumen de inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones en el exterior, autorizadas por las autoridades económicas hasta proporciones máximas preestablecidas. Estas salidas alcanzaron su pico en el 2007, año en el que se registró un nivel de 10 por ciento del PIB. En el último año la magnitud de salida ha alcanzado 3.7 por ciento del PIB. Así, la posición bruta de residentes en inversión en cartera en el exterior alcanzó en 2010 55 por ciento del PIB.

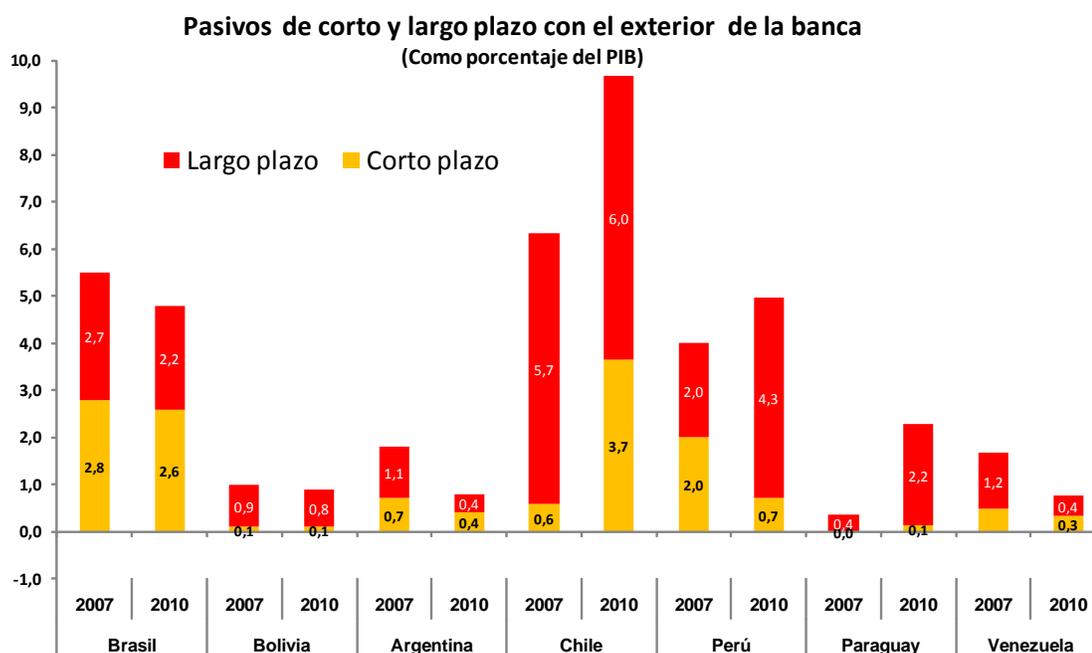
Un comportamiento similar se observa en el endeudamiento neto del sector público chileno, que ha sido sistemáticamente negativo debido al incremento de las inversiones del Fondo de Estabilización Fiscal en el exterior, cuyo flujo máximo también se alcanzó en 2007 (7.0 por ciento del PIB). En 2009 se registró un flujo positivo, asociado tanto al paquete de estímulo fiscal aplicado durante este año, como al financiamiento excepcional utilizado para la reconstrucción nacional luego del terremoto del 2010, que demandaron el uso de recursos fiscales mantenidos fuera del país.

Por otro lado, Brasil es el país que registra los mayores flujos de capital al sector público bajo la modalidad de endeudamiento con el exterior, 4.8 por ciento del PIB para el 2010, aunque con una clara tendencia decreciente. En el 2005 bajo esta misma modalidad Brasil recibió 11.3 por ciento del PIB de entradas netas de capital. En los otros países de la región, los flujos de capital bajo la forma de endeudamiento público no son significativos.

Por tipo de fuente, se observa que en la mayoría de los casos, los flujos de capital provienen de fuentes no financieras. Así, en el caso de Chile, esta modalidad de flujos de capital representó para el 2010, 8.3 por ciento del PIB, mientras que en el caso de Brasil, y Bolivia estos alcanzaron 4.1 y 2.0 por ciento del PIB, respectivamente.

Los niveles de endeudamiento externo de los bancos privados de la región han mostrado patrones mixtos durante los últimos 3 años. Por un lado se observa en los sistemas bancarios de Brasil, Chile y Perú un mayor grado de apalancamiento con el

exterior como porcentaje del PIB; mientras que en Argentina, y Bolivia, esta participación se ha reducido.



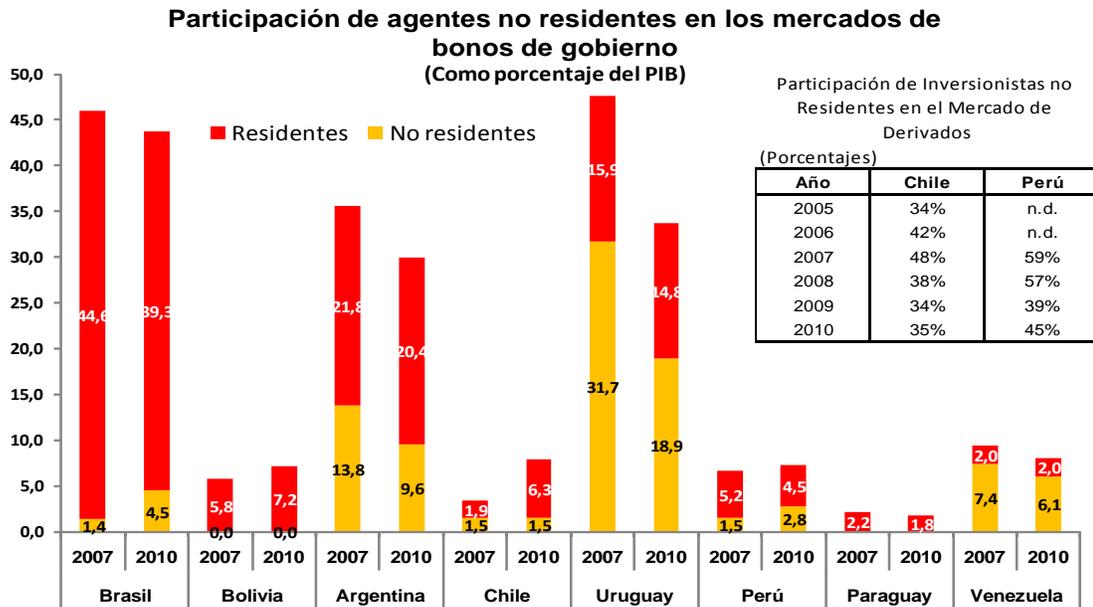
Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

La literatura sobre crisis financieras y *sudden stops* enfatiza, de acuerdo a la evidencia histórica, el rol desestabilizador del endeudamiento externo de corto plazo como mecanismo generador de crisis. En ese sentido en los últimos años hay una clara tendencia de los países de Mercosur, Bolivia, Chile y Perú y Venezuela hacia una mayor diversificación de plazos del endeudamiento externo, induciendo el financiamiento de largo plazo. Todos los países de la región muestran un incremento de la participación del endeudamiento externo de largo plazo de los bancos respecto al endeudamiento externo de corto plazo. Esto ha contribuido de manera significativa a fortalecer los sistemas bancarios de la región.

La participación de agentes no residentes en los mercados de títulos del Tesoro es todavía reducida en la mayoría de países encuestados. Sólo en el caso de Argentina y Uruguay la tenencia de bonos de agentes no residentes supera el 9 por ciento del PIB. (10 por ciento en Argentina y 18,9 por ciento en Uruguay).

En los demás países esta participación no supera el 5 por ciento. Sin embargo; en los últimos 2 años en países como Brasil, Chile y Perú, se ha observado una participación más activa de agentes no residentes en el mercado de bonos de gobierno. Este hecho

ha sido más claro en el caso del Perú, en donde la tenencia de bonos por parte de agentes no residentes se triplicó entre 2009 y 2010 (pasando de 1,1 a 2,8 por ciento),



Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

En el caso del mercado de títulos financieros del Banco Central la participación de agentes no residentes es nula, se observa que durante el primer periodo de entrada de capitales entre el 2007 y mediados del 2008 los agentes no residentes tuvieron una mayor participación en Argentina y Perú.

Otra característica distintiva de los flujos de capitales en la región es el bajo nivel de flujos intrarregional. Ninguno de los países de la región reporta niveles para los flujos netos de capital entre países de la región que superen el 0.5 por ciento del PIB.

III. Respuestas de política Económica

Persistentes entradas de capital pueden ofrecer beneficios significativos a las economías en desarrollo, pero también imponen retos importantes para el manejo macroeconómico. La experiencia histórica indica que la entrada de capitales resulta positiva, y puede potenciar el crecimiento de largo plazo, si se implementan las políticas económicas adecuadas para minimizar sus efectos adversos.

El principal riesgo de estos flujos es su carácter transitorio y desestabilizador cuando

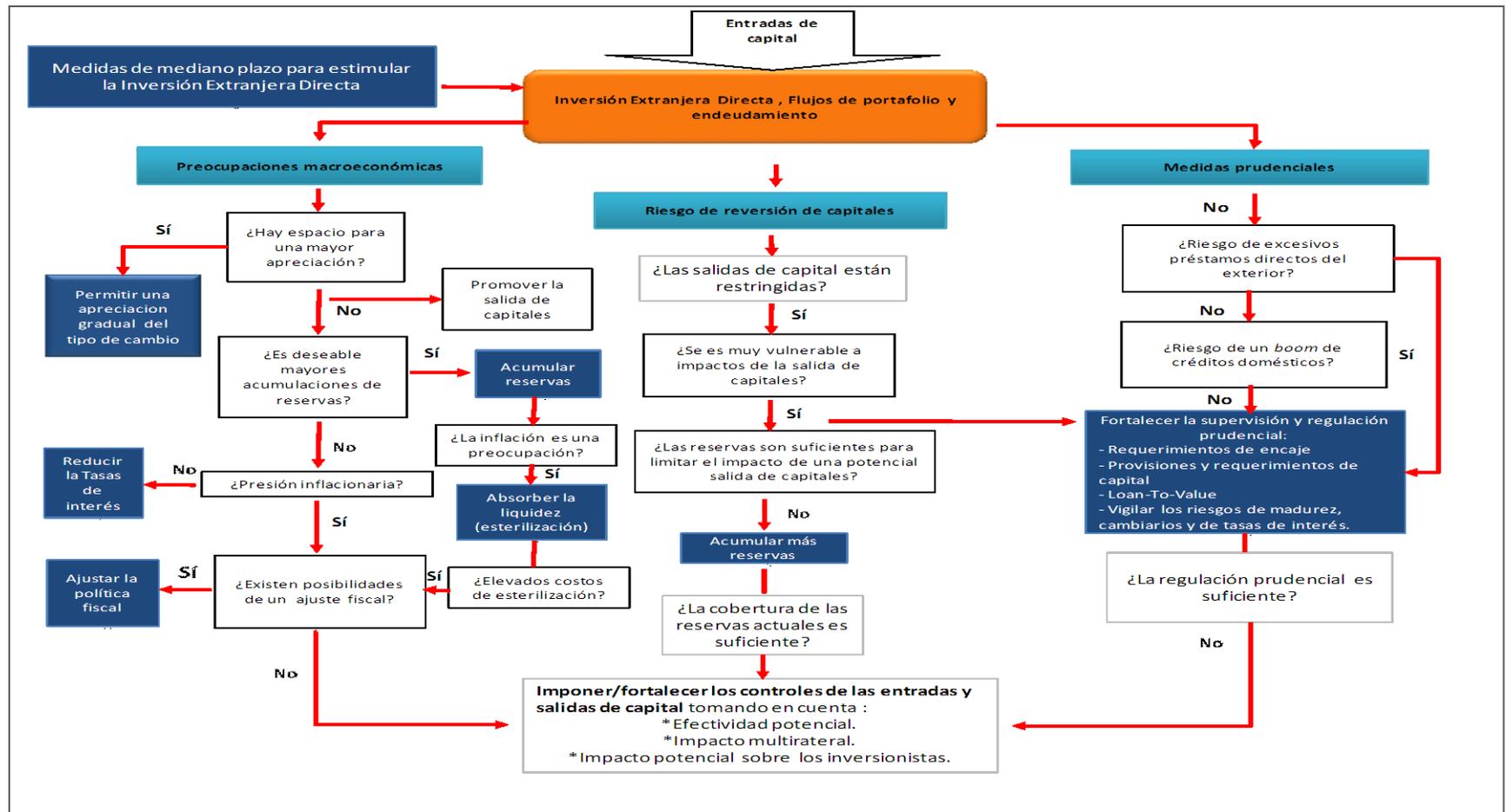
se revierten de manera abrupta como ocurrió en el cuarto trimestre de 2008³. Para evitar estos efectos negativos, los países de la región han venido implementado proactivamente medidas para atenuar los efectos de las entradas de capital sobre la estabilidad de la economía y del sistema financiero doméstico. Entre estas medidas se pueden mencionar tanto políticas macroeconómicas convencionales como políticas macro prudenciales: impuestos a las rentas de capital, límites a las posiciones de cambio en moneda extranjera, encajes, y liberalización de inversiones domésticas en el exterior, entre otros.

La solidez de los fundamentos macroeconómicos y financieros de los países de la región y un manejo adecuado de instrumentos de política frente a las entradas de capitales, en un escenario de términos de intercambio favorables, han preservado la posición financiera de las familias, las empresas y del gobierno y han permitido que el incremento de las entradas de capitales no se hayan traducido en un mayor endeudamiento de las economías ni en presiones inflacionarias; si no más bien en mejores tasas de crecimiento del PIB y una mejora en sus posiciones de cuenta corriente de la balanza de pagos.

Es interesante notar como las respuestas de política económica adoptadas por los países de la región pueden organizarse esquemáticamente de la forma como la sugiere el FMI, alrededor de 3 grandes grupos de riesgo: minimización de riesgos macroeconómicos, prevención de riesgos de reversión de los flujos de capitales y medidas prudenciales que preserven la estabilidad financiera. Como se discute a continuación la mayoría de países han tomado medidas frente a los flujos de capitales motivados por estos 3 factores.

³ Reinhart y Rogoff (2008) encuentran evidencia histórica de que la elevada variabilidad en los flujos de capitales viene acompañada de periodos de crisis bancarias.

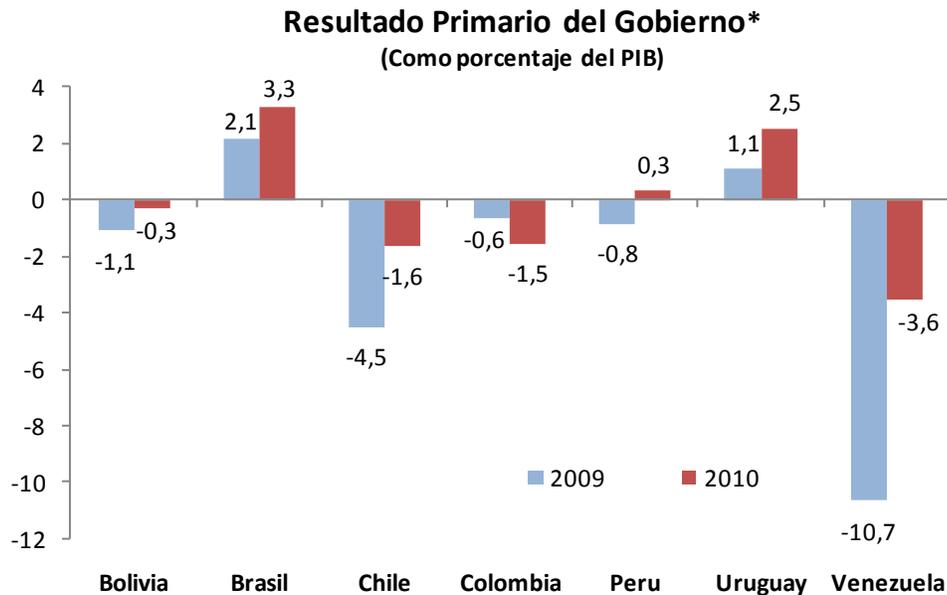
Respuestas de Política económica frente a las entradas de capitales



Fuente: FMI, Indonesian Institute of Science.

3.1 Políticas Macroeconómicas

A fin de aprovechar los efectos positivos de la entrada de capitales, en un contexto de mejores términos de intercambio, los países de la región implementaron medidas macroeconómicas de manera activa. Este contexto de incremento en los flujos de capitales en un escenario de mejores términos de intercambio y un alto dinamismo de la actividad económica estuvo acompañado también de un menor nivel de endeudamiento de las economías domésticas, con mejoras en el resultado primario del sector público y una mejor posición del endeudamiento público con el exterior⁴. Este incremento en el ahorro fiscal ha contribuido a esterilizar la mayor liquidez proveniente de capitales externos; y a reducir una mayor apreciación de la moneda doméstica, pues al generar menores presiones de demanda sobre la inflación se reduce la necesidad de incrementar la tasa de interés de política monetaria. Asimismo, la participación del Tesoro Público a través de las compra de dólares, como en Chile y Uruguay, ha permitido reducir la magnitud de las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario y sus costos de esterilización.

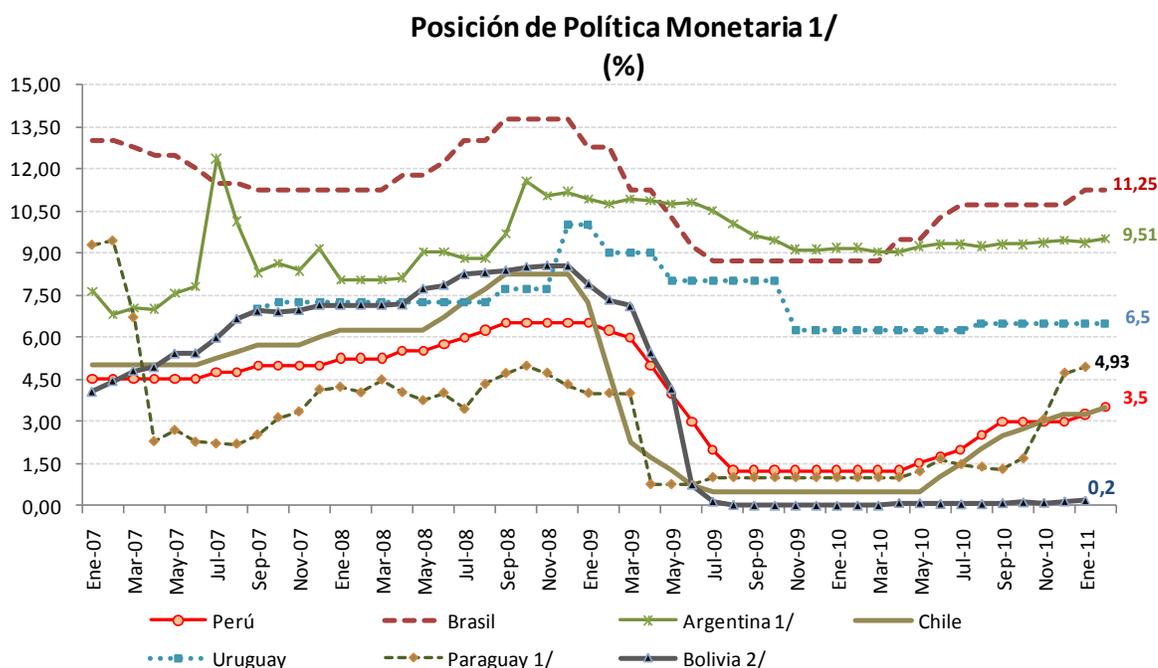


* Fuente: WEO, FMI y Banco Central de Bolivia. 2010 proyección.

Por otro lado, los bancos centrales de la región han adoptado una posición de política monetaria preventiva, modificando sus tasas de interés de política, o el control de sus

⁴ El endeudamiento público con el exterior en el 2010 en comparación al 2009, sin incluir al Banco Central, como porcentaje del PBI se ha reducido en Brasil, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay; si bien en Bolivia y Argentina se ha incrementado éste aún se mantiene en niveles por debajo de 2%.

agregados monetarios, de forma contracíclica. Así, tomaron una posición expansiva durante la profundización de la crisis financiera (desde setiembre 2008); y posteriormente adoptaron una posición neutral, en un contexto de elevado dinamismo de las economías emergentes. Los ajustes en las tasas de interés de política de la región han sido complementados con instrumentos de carácter macro prudencial, para evitar que el ingreso masivo de flujos de capitales genere desequilibrios financieros y/o macroeconómicos.

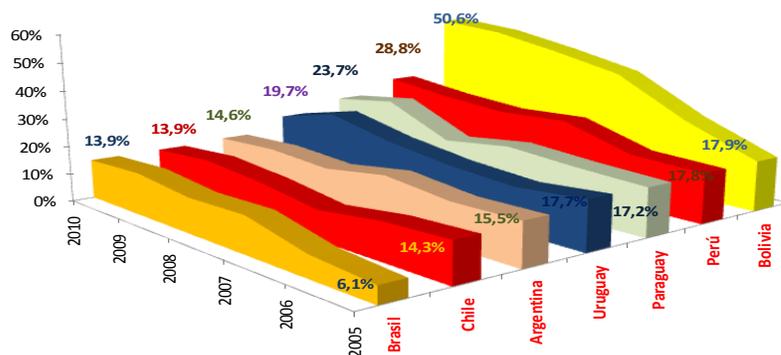


1/ Para Brasil, Chile, Perú y Uruguay se considera la tasa de interés de política anunciada por el Banco Central. Para Argentina se considera la tasa de interés interbancaria overnight; en Paraguay la tasa de préstamos interbancarios (Call Money); y en Bolivia la tasa de títulos de regulación monetaria de 91 días.

3.2 Intervenciones cambiarias

Aún cuando en la región se ha permitido la apreciación de las monedas domésticas, la entrada masiva de capitales externos ha continuado generando fuertes presiones en los mercados cambiarios, por lo que los bancos centrales de la región han respondido mediante intervenciones cambiarias esterilizadas, de manera preventiva. Ello se ha reflejado en un incremento substancial de las reservas internacionales de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay, hasta alcanzar en el 2010 niveles máximos históricos.

Reservas Internacionales Netas ^{1/} (Porcentajes del PIB)



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 le las entidades financieras, en el Banco Central.

Así países con un importante grado de dolarización y sin un objetivo de tipo de cambio explícito, como Uruguay, Bolivia y Perú han respondido en mayor medida, acumulando mayores reservas internacionales, vía intervenciones activas esterilizadas, para evitar que fluctuaciones excesivas del tipo de cambio afecten negativamente la posición de hoja de balance de los agentes privados; las cuales pueden ser exacerbadas en un escenario de reversión abrupta de capitales. En tanto que países con menor grado de dolarización, como Chile y Brasil, han recurrido más bien a la flexibilización cambiaria, permitiendo un mayor ajuste del tipo de cambio. Sin embargo ante el incremento en la entrada de capitales, desde 2010, Chile ha recurrido a un programa de intervención cambiaria anunciada para incrementar sus reservas; y Brasil incrementó la magnitud y frecuencia de sus intervenciones cambiarias. En particular, Brasil intervino más activamente en el mercado cambiario conforme se agudizaron las presiones apreciatorias, terminando en el 2010 con intervenciones que casi duplicaron las del 2009 (intervenciones en el mercado spot de US\$ 41,4 mil millones en el 2010 en relación a US\$ 24,0 mil millones del 2009).

Adicionalmente, con el fin de afectar los mercados *forward* el Banco Central de Brasil recurrió a la colocación de contratos de *currency reverse swaps*. Por otro lado, en Argentina, que posee un sistema de flotación administrada, las intervenciones activas en el mercado cambiario *spot* y *forward*, se orientaron a evitar desequilibrios cambiarios incrementando sus reservas internacionales a un nivel que además sea consistente con su política de control de agregados monetarios. Bolivia, que tiene un régimen cambiario tipo *crawling peg* y permite al Banco Central realizar compras

ilimitadas, también ha realizado intervenciones esterilizadas en el mercado spot, con una oferta diaria de US\$ 50 millones, buscando evitar desalineamientos de su tipo de cambio.

3.3 Políticas macro prudenciales

En adicción a las medidas macroeconómicas, los países de la región recurrieron al uso de herramientas de carácter macroprudencial con el fin de salvaguardar la estabilidad financiera, de los riesgos macroeconómicos y financieros derivados de los influjos de capitales.

En este sentido algunos países adoptaron medidas para incentivar la salida de capitales como forma complementaria para reducir las presiones apreciatorias en el tipo de cambio. En este sentido, tanto Bolivia, Chile y Perú han incrementado el límite a las inversiones de entidades financieras domésticas en el exterior (AFPs en Chile y Perú⁵, Compañía de Seguros en Bolivia); lo que ha permitido reducir el flujo neto de capitales, principalmente los de portafolio; además de contribuir a una mayor flexibilidad y diversificación de riesgos de portafolio de estas entidades. Asimismo, para evitar que la mayor liquidez en moneda extranjera se traduzca en una mayor tensión sobre los mercados cambiarios; Brasil, Bolivia, Paraguay y Perú⁶, modificaron prudencialmente el límite la posición neta en moneda extranjera de los bancos; medida que además busca reducir posiciones especulativas de las entidades financieras. Adicionalmente, en el caso particular de Brasil el 60 por ciento de los excesos en este límite a la posición corta en moneda extranjera se deben constituir como un depósito de encaje sin remuneración.

Como medida adicional para limitar las posiciones especulativas de las entidades financieras en el mercado de derivados de moneda extranjera, el Perú limitó la posición neta de estos derivados financieros, de las empresas financieras, a un nivel máximo de 40 por ciento del patrimonio efectivo o US\$ 400 millones, el menor; a fin de reducir la volatilidad del tipo de cambio y salvaguardar la estabilidad financiera.

⁵ En Chile se viene elevando gradualmente, desde diciembre de 2010, el límite de inversión global de las AFP de 60 por ciento hasta alcanzar un nivel de 80 por ciento, en setiembre de 2011. En Perú este límite también se elevó gradualmente desde 24 hasta 30 por ciento entre enero y setiembre de 2010.

		Medidas\ Países	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Paraguay	Perú	Uruguay
Políticas Macroeconómicas	Posición fiscal sólida ^{1/}		√	√	√	√	√	√	√
	Participación del Tesoro en la compra de ME					√			√
	Modificaciones en la tasa de interés		√	√	√	√	√	√	√
Intervenciones cambiarias	Intervención en el mercado cambiario	Spot	√	√	√	√	√	√	√
		Forward	√		√				√
		Operaciones swaps			√				
Políticas Macroprudenciales	Requerimientos de encaje			√	√			√	
	Modificaciones a los límites a la Posición Neta en Moneda Extranjera			√	√ ^{2/}		√ ^{3/}	√ ^{4/}	
	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	Títulos del Banco Central						√	
		Títulos del renta fija			√				
		Títulos del renta variable			√				
		Derivados de ME						√	
Depósito no remunerado como porcentaje de la entrada de capital		√							
Límites a la permanencia de capitales		√							

1/ Reducción en la Deuda Pública y menor endeudamiento público con el exterior.

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

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

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

Por otro lado, debido a que los flujos de capital pueden generar un incremento excesivo del crédito y un mayor endeudamiento de las entidades financieras, con potenciales riesgos sobre la estabilidad del sistema financiero; países como Brasil, Bolivia y Perú, han recurrido a medidas de carácter macro-prudencial como mayores requerimientos de capital y encajes. Para el caso específico del Perú se incrementó de los encajes en moneda extranjera y doméstica, de 30 a 55 por ciento en el primer caso y de 6 a 25 por ciento en el segundo. Asimismo, se elevó el encaje a los adeudados de corto plazo de los bancos con el exterior hasta 60 por ciento, para limitar posiciones deudoras riesgosas de los bancos; al mismo tiempo que contribuyó a incrementar el endeudamiento de largo plazo. Con el mismo propósito de regular el mayor nivel de liquidez resultante de la

entrada de capitales y evitar que se traduzca en un *boom* de crédito, el Banco Central de Brasil también incrementó los encajes marginales y medio para depósitos a plazo y de ahorro; y los requerimientos de capital para créditos mayores a 2 años⁷. En el caso de Bolivia, se incrementó la tasa de encaje medio en moneda extranjera de 14 a 21.5 por ciento, mientras la tasa marginal subió de 30 a 45 por ciento.

Finalmente, Brasil, Argentina, Bolivia y Perú han establecido medidas de control de capitales de corto plazo, como impuestos o comisiones a inversiones en activos domésticos, límites en el tiempo de permanencia y comisiones a la entrada y salida de capitales, como una forma de reducir el ingreso masivo de capitales; en particular aquellos de portafolio que han sido los de mayor participación, como en el caso de Argentina y Brasil.

En el caso particular de Brasil, ante el ingreso masivo de inversionistas no residentes que buscan mayores rendimientos, estableció impuestos a las inversiones extranjeras en activos domésticos de renta fija y variable, como medida adicional para reducir el grado de apreciación de la moneda doméstica en un contexto de elevado dinamismo de la economía. En Argentina, con el fin de desalentar la entrada de capitales de corto plazo se exige un periodo mínimo de permanencia además del pago de un cupo por repatriación; y que incluye un depósito no remunerado en proporción a la entrada de capitales. De otro lado, en Perú se incrementó la comisión para la transferencia de títulos del banco central a no residentes, como una forma de desincentivar sus posiciones especulativas de corto plazo con activos domésticos, e incentivar el flujo de capitales de largo plazo; adicionalmente existe un impuesto sobre las ganancias de no residentes en contratos *forward*. Por su parte, Bolivia cuenta con comisiones a la entrada y salida de capitales de inversionistas no residentes, para transacciones realizadas por intermedio del Banco Central. Venezuela implementó medidas de control de cambios.

⁷ Incremento en el factor de riesgo créditos vehiculares y de leasing mayores a 2 años, de 100 % a 150%. Que implica un incremento del requerimiento de capital de 11 a 16,5 por ciento del valor de la operación.

Brasil	Bolivia	Argentina	Chile	Uruguay	Perú	Paraguay
Medidas de Política Macroeconómica						
<input type="checkbox"/> Reducción y/o niveles bajos de endeudamiento del sector público con el exterior, del 2010 en relación al 2009.						
De 5,7 % a 4,8 %	De 1,3 % a 1,4 %	De -0,2 % a 0,5 %	De 4,6 % a 0,5 %	De 38,0 % a 36,0 %	De 16,2 % a 13,7 %	De 0,6 % a -0,2 %
<input type="checkbox"/> Modificaciones en la tasa de interés de referencia ^{1/} , en el 2010 (en puntos básicos):						
200 pbs.	15 pbs.	31 pbs.	275 pbs.	25 pbs.	175 pbs.	372 pbs.
Intervenciones en el mercado cambiario						
<ul style="list-style-type: none"> • Spot (compras netas de US\$41 417 mills. en el 2010). • Forward • Operaciones swap. 	<ul style="list-style-type: none"> • Spot (oferta diaria de US\$ 50 millones). 	<ul style="list-style-type: none"> • Spot (compras más ventas de US\$ 11 606 mills. en el 2010). • Forward (compras más ventas de US\$ - 8 380 mills. en el 2010). 	<ul style="list-style-type: none"> • Spot (Programa de compras por US\$ 12 billones para el 2011) . <input type="checkbox"/> Subastas diarias de compra de ME por el Tesoro Público de US\$50 mill. entre el 05-ene. y 09-feb. de 2011.	<ul style="list-style-type: none"> • Spot (compras netas de US\$940 mills. en el 2010). • Forward <input type="checkbox"/> Participación del Tesoro Público en la esterilización de compra de ME.	<ul style="list-style-type: none"> • Spot (compras netas de US\$ 8 963 mills. en el 2010 y colocación neta de Certificados Liquidables en Dólares por US\$ 160 millones). 	<ul style="list-style-type: none"> • Spot (ventas netas de US\$ 221,9 mills. en el 2010).
Medidas de Política Macropprudencial						
<input type="checkbox"/> ↑ encaje a depósitos plazo de 15 % a 20 %. <input type="checkbox"/> ↑ encaje marginal de 8% a 12%.	<input type="checkbox"/> ↑ encaje medio en ME de 14 % a 21,5%. <input type="checkbox"/> ↑ encaje marginal de 30% a 45%.				<input type="checkbox"/> ↑ encaje legal de 6% a 9%. <input type="checkbox"/> ↑ encaje marginal MN de 6% a 25%. <input type="checkbox"/> ↑ encaje marginal ME de 30% a 55%. <input type="checkbox"/> ↑ encaje adeudados externos de corto plazo de 35% a 60%.	
<input type="checkbox"/> Límite de US\$ 3 mil mills. para la posición corta en ME o del patrimonio regulado, el menor. 60% del exceso se deposita como encaje no remunerado.	<input type="checkbox"/> Límite a la posición de cambio neta en ME.				<input type="checkbox"/> ↓ posición de sobrecompra en MN de 75% a 60% del patrimonio efectivo. <input type="checkbox"/> Límite de 40% del patrimonio efectivo o PEN Soles 400 mills. para la posición neta de derivados en ME, el menor.	<input type="checkbox"/> ↑ ratio de Posición Neta en ME de 30% a 50% al patrimonio efectivo.
<input type="checkbox"/> ↑ Requerimientos de capital para créditos vehiculares y de leasing mayores a 2 años. (Incremento en el factor de riesgo para este tipo de crédito de 100 % a 150%).						
	<input type="checkbox"/> ↑ límite de inversión de las Compañías de Seguros en el exterior.		<input type="checkbox"/> ↑ límite de inversión global de las AFPs en el exterior de 60% a 80%.		<input type="checkbox"/> ↑ límite de inversión global de las AFPs en el exterior de 17% a 30%.	
<input type="checkbox"/> Impuesto de 2% para inversiones en activos de renta variable. <input type="checkbox"/> ↑ Impuestos a inversiones en renta fija de 2% a 6%. <input type="checkbox"/> Impuesto de 1.5% sobre acciones de compañías brasileñas listadas en EE.UU.	<input type="checkbox"/> Comisión de 1.0% del monto de salida de capital. <input type="checkbox"/> Comisión de 0.6% del monto de entrada de capital.	<input type="checkbox"/> Un costo marginal del depósito no remunerado para ingresos de portafolio de corto plazo. <input type="checkbox"/> Cupo a las repatriaciones de inversiones de portafolio de no residentes equivalente a US\$ 500 mil mensuales. <input type="checkbox"/> Límite de permanencia mínima de un año para capitales de no residentes.			<input type="checkbox"/> Comisión de 4 % a transferencias de títulos del Banco Central a no residentes. <input type="checkbox"/> Impuesto de 30% sobre las ganancias de no residentes en contratos forward menores a 60 días.	

1/ Para Argentina y Paraguay se considera la tasa de interés interbancaria como un indicador de la posición de política monetaria; en tanto que para Bolivia se usa la tasa de títulos de regulación monetaria de 91 días .

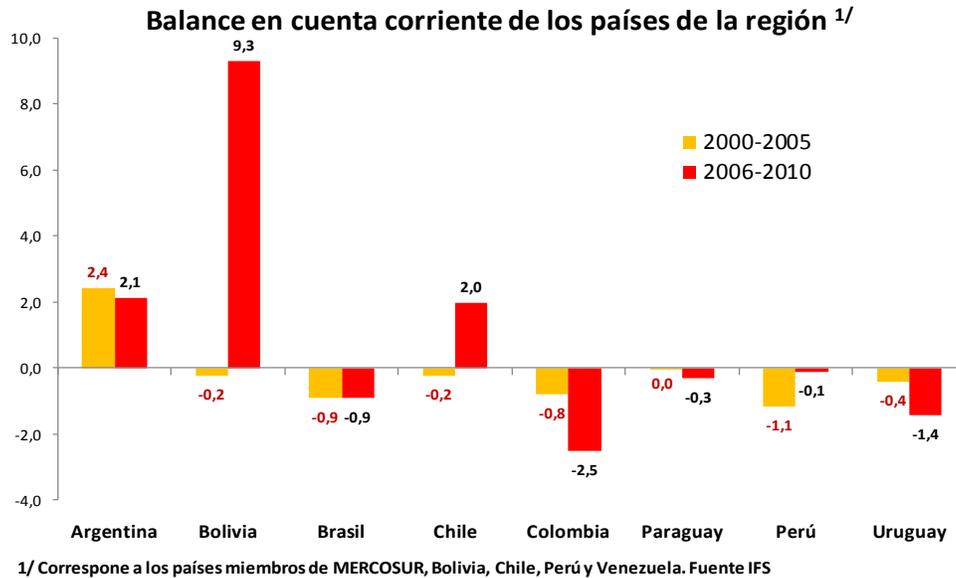
IV. El impacto Macroeconómico de los Flujos de capital

Existen varios mecanismos a través de los cuales los flujos de capital afectan la economía. Entre los efectos positivos que éstos pueden generar destacan: incentivan el desarrollo del mercado de capitales local. Asimismo, el mayor acceso a los mercados internacionales permite absorber mejor choques externos adversos. Además, la entrada de capitales mediante inversión extranjera directa permitiría en algunos casos la transferencia de tecnología desde economías industriales hacia las economías emergentes induciendo un mayor crecimiento en el producto potencial.

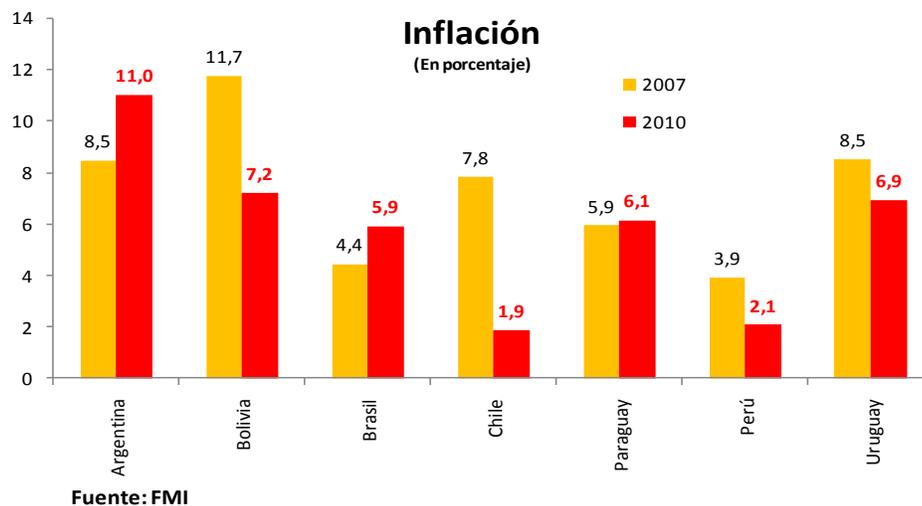
Los principales costos asociados a los flujos de capital de corto plazo están vinculados a los efectos de las reversiones abruptas de los mismos. Esto es especialmente perjudicial en el caso de que haya una moneda sobrevaluada, excesivo endeudamiento externo a corto plazo, creciente déficit fiscal y/o de cuenta corriente de la balanza de pagos, y un sistema financiero débil con una estructura de regulación y supervisión inmadura. En este último caso, el sistema financiero, al tener que intermediar directa o indirectamente con grandes cantidades de fondos, puede optar por colocaciones más riesgosas de dichos fondos e inducir una mayor probabilidad de crisis bancaria. Otros efectos adversos están vinculados a un crecimiento excesivo de la demanda doméstica que genere presiones inflacionarias, a la formación de burbujas en los mercados de activos y de créditos, y a una apreciación de la moneda.

Si bien la entrada de capitales puede aumentar la inversión doméstica, su impacto en el crecimiento de largo plazo puede ser limitado (y hasta desestimable) si dicho ingreso es utilizado para financiar posiciones especulativas o de baja calidad, como puede ser el caso de inversiones en el sector inmobiliario.

A pesar del importante incremento que han tenido los flujos netos de capital a los países de la región, estos sin embargo no se han traducido, como en décadas pasadas, en un rápido deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, reflejo de un mayor nivel de absorción, financiado por las entradas de capitales. Por el contrario, en promedio se ha observado una reducción en los déficits de cuenta corriente, y en el caso de Bolivia, Chile y Perú, se han observado superávits en cuenta corriente.



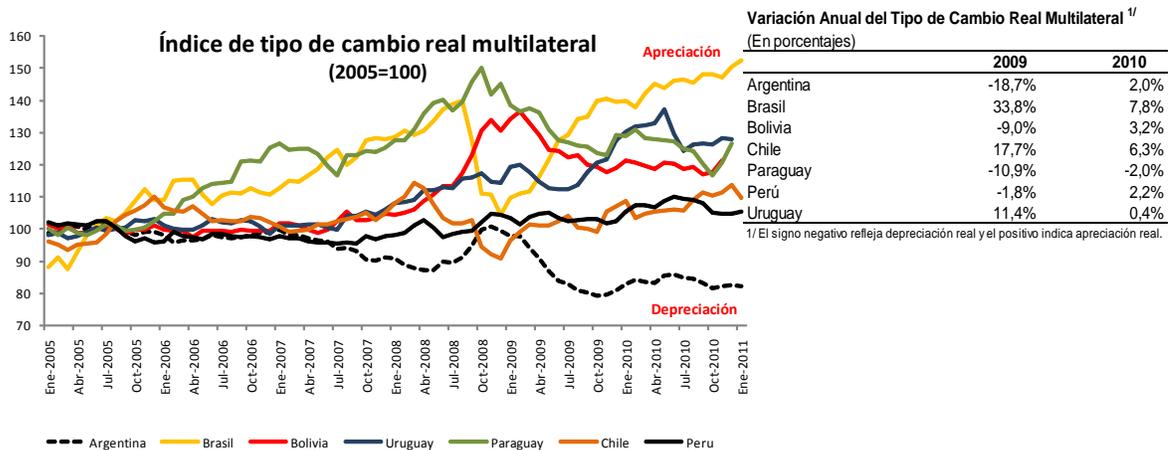
También las tasas de inflación muestran niveles moderados, a pesar del rápido e importante incremento en los precios internacionales de alimentos y combustibles.



4.1 Impacto en el mercado cambiario

Uno de los efectos más notorios de las entradas de capitales ha sido la presión apreciativa sobre el valor de las monedas locales. En el caso de Brasil, y Chile, sus respectivas monedas han registrado una significativa apreciación real en el último año, 9,3 y 6,3 por ciento, respectivamente. Mientras que en los otros casos, la intervención

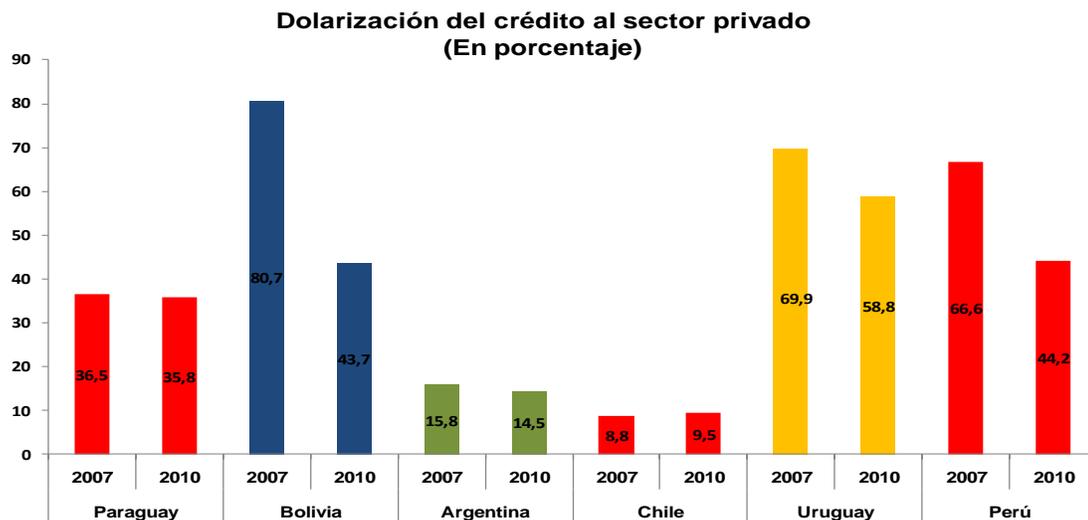
esterilizada de los bancos centrales ha limitado el efecto sobre el tipo de cambio, observándose importantes incrementos en los niveles de reservas internacionales. La intervención en el mercado cambiario ha sido diversa. En algunos casos se ha concentrado únicamente en el mercado *spot*, como el caso de Bolivia y Perú, mientras que en otros casos, también los bancos centrales han intervenido en el mercado *forward*, como es el caso de Uruguay.



Fuente: BIS

Nota: Se calcula en función a un promedio del tipo de cambio real, ponderado por la participación de los principales socios comerciales

El grado de dolarización de Bolivia, Uruguay y Perú ha sido uno de los factores que ha motivado una participación más activa en el mercado cambiario con la finalidad de minimizar efectos negativos en la posición financiera de los agentes económicos con descalces de monedas y preservar la estabilidad financiera.

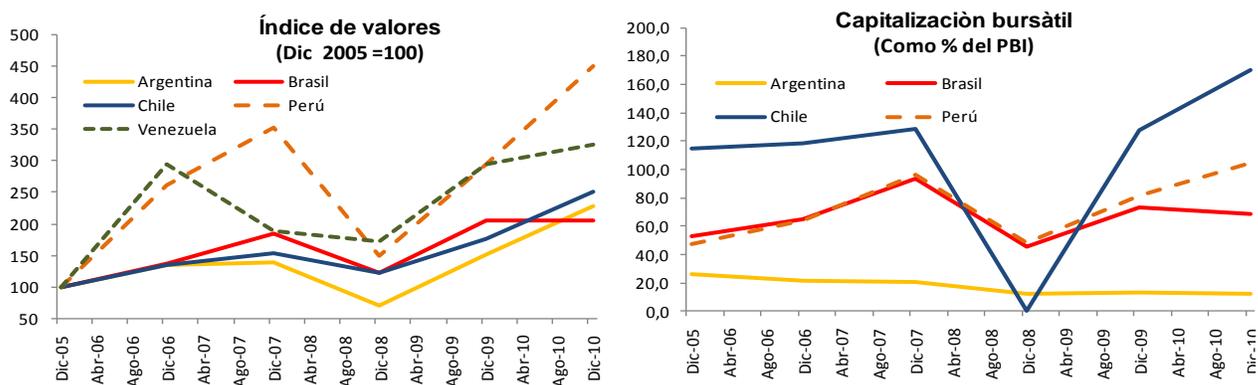


Fuente: Encuesta sobre "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

En todos los casos la intervención cambiaria ha sido esterilizada. Para ello, la mayoría de Bancos Centrales han utilizado sus propios títulos. Así en el caso del Banco Central de Argentina, los principales instrumentos de esterilización han sido la emisión y rescate de Letras y Notas, la utilización de pases, la compra y venta de títulos públicos y las políticas de encaje. Bolivia además del uso de estas herramientas convencionales, realizó una esterilización directa entre el Banco Central y personas naturales, por medio de un programa denominado "BCB directo".

4.2 Impacto en el mercado de valores

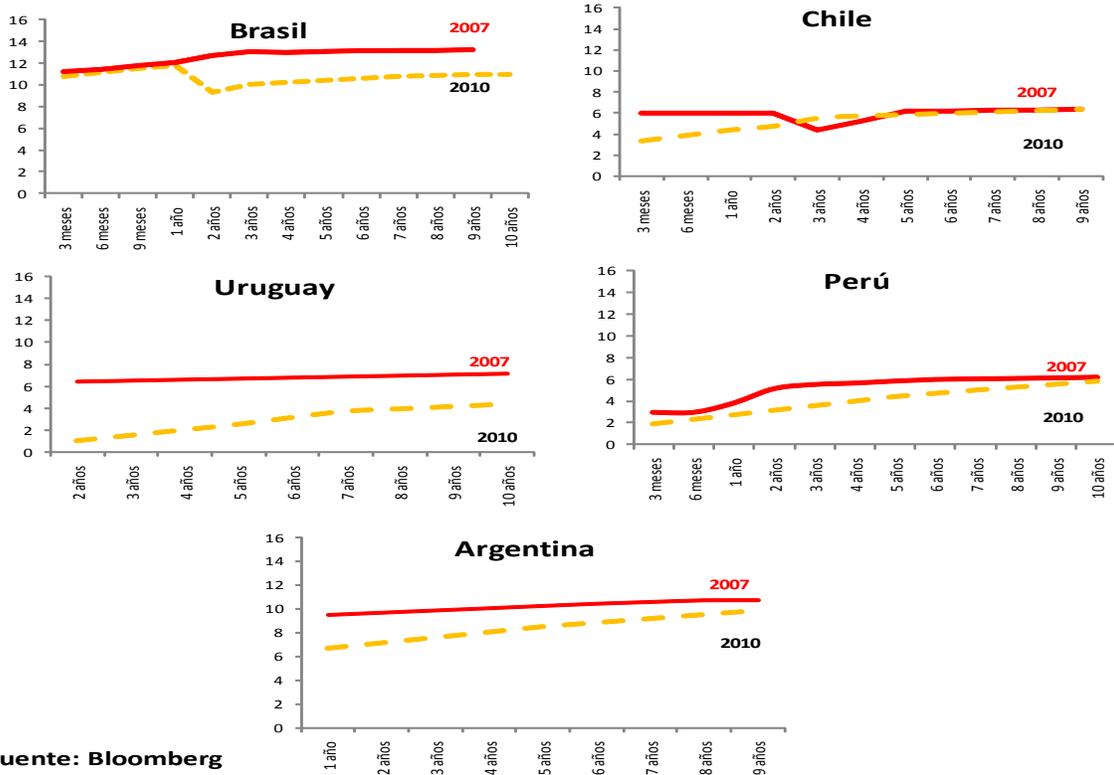
El periodo de entrada de capitales ha coincidido con un repunte del mercado de valores de los países de la región, tras la pronunciada caída registrada a finales de 2008, las bolsas de la región se han recuperado y han superado los niveles previos a la crisis; esta recuperación del mercado de valores se ha reflejado en mayores rendimientos de las acciones y en un incremento de la capitalización bursátil. Parte de esta recuperación de los precios de activos obedece a la rápida recuperación de la actividad económica, los mayores términos de intercambio y el mayor apetito de inversionistas extranjeros por activos domésticos.



Fuente: Bloomberg y Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

En el caso de Perú y Chile la recuperación del mercado de valores alcanzó niveles cercanos al 20 por ciento. Asimismo, los rendimientos de largo plazo observados en los tramos largos de la curva de rendimiento se mantienen en niveles incluso menores a los observados a finales de 2007.

Estructura de tasas de interés 2007 - 2010 (En porcentaje)



Fuente: Bloomberg

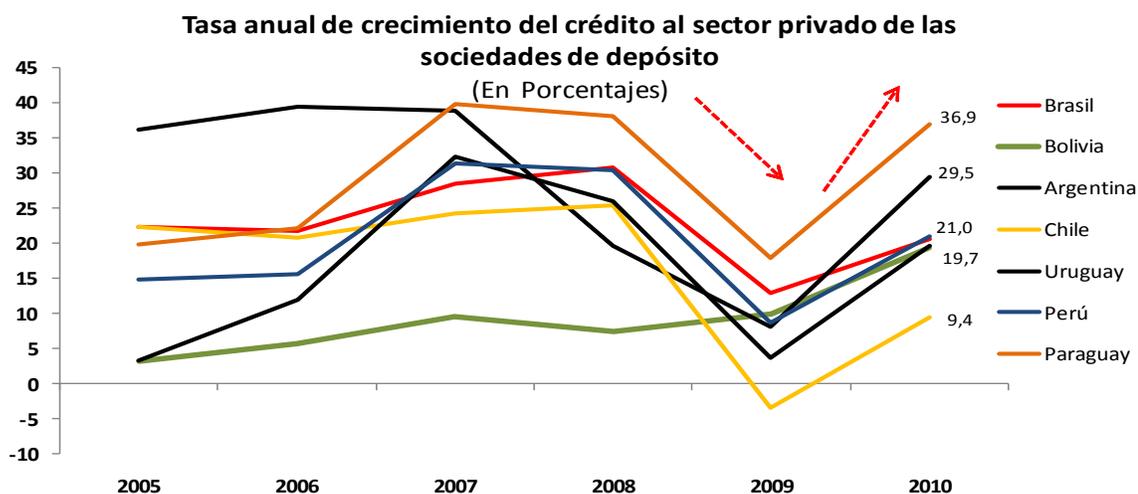
4.3 Impacto en el sistema financiero

El crédito al sector privado de las sociedades de depósito ha mostrado una dinámica similar para todas las economías de la región. En el periodo previo a la profundización de la crisis financiera global en setiembre de 2008 se observaron elevadas tasas de crecimiento del crédito al sector privado. En el caso de Brasil, Paraguay y Perú a finales de 2008 las tasas de crecimiento del crédito al sector privado superaron el 30 por ciento. A finales de 2009, todos los países con excepción de Bolivia, experimentaron una fuerte contracción de la tasa del crecimiento del crédito al sector privado. En el caso de Chile ésta llegó a ser negativa en 3,3 por ciento a finales de 2009.

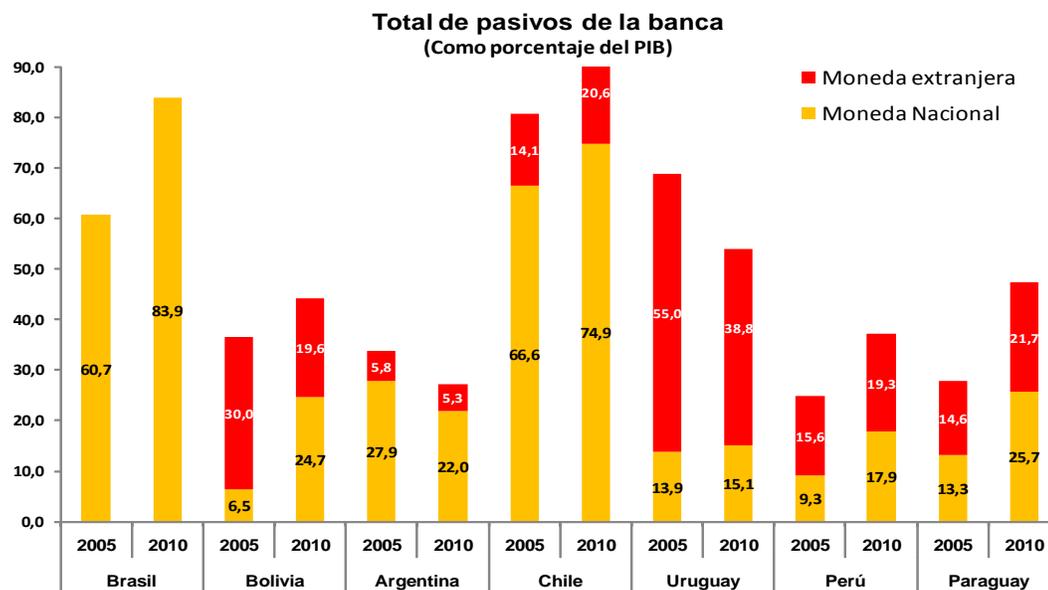
Con la normalización de las condiciones de liquidez internacional, las respuestas de política de los bancos centrales y la recuperación económica global, los agregados

crediticios tuvieron una importante recuperación con tasas de crecimiento cercanas a 20 por ciento en cada caso.

Este mayor dinamismo del crédito al sector privado se atribuye principalmente a factores internos como la recuperación de la actividad económica, la preservación del dinamismo del mercado de dinero y la fortaleza del sistema financiero, en tanto que el rol de los flujos de capital ha sido moderado. La mayoría de países reconoce que los mayores flujos de capital pueden haber tenido algún impacto positivo en el crecimiento del crédito; sin embargo este habría sido débil.



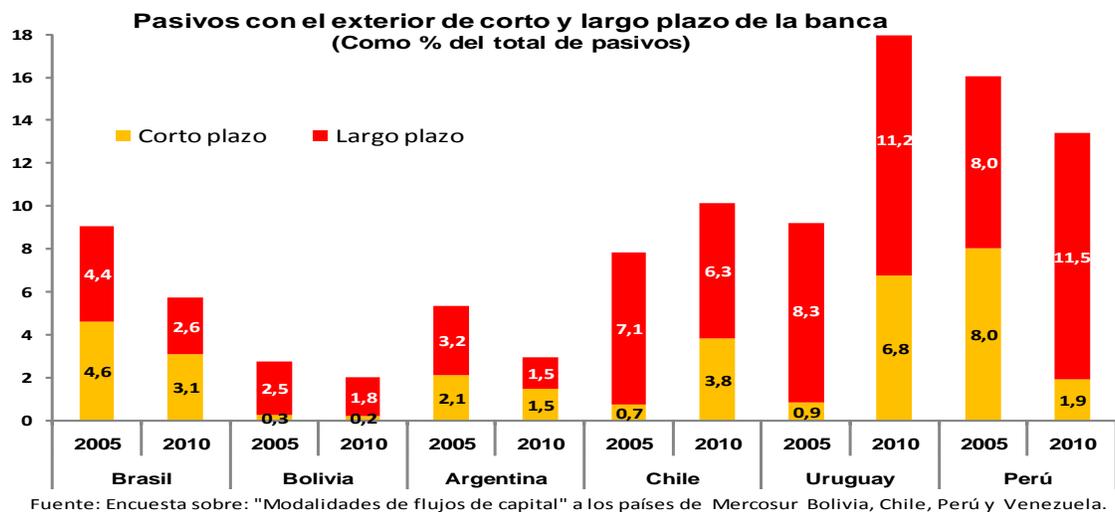
Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.



Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Entre 2005 y 2010 se observa en los sistemas bancarios de la región una tendencia hacia un incremento del tamaño de su hoja de balance (mayores pasivos como porcentaje del PIB). En los últimos 6 años países como Paraguay y Perú han elevado sus pasivos totales en un orden de 50 por ciento. En cuanto a la composición por tipo de monedas se observa también un proceso de sustitución relativa de pasivos en dólares por pasivos en moneda doméstica.

Dentro del total de pasivos, hay evidencia mixta respecto a la importancia de los pasivos con el exterior dentro del rubro de total de pasivos y se observa además una mayor participación del fondeo de largo plazo.



V. Conclusiones

Los flujos de capitales han retornado a la región, pero a diferencia de experiencias previas, hasta el momento no se han observado, desequilibrios macroeconómicos significativos como consecuencia de estas entradas. La información recibida a través de la encuesta nos muestra que tanto el escenario actual de elevados términos de intercambio que favorecen a las economías de la región, como políticas macroeconómicas consistentes, complementadas con políticas macroprudenciales que han reforzado la solidez de los fundamentos macroeconómicos y financieros de la región, están contribuyendo a estos resultados positivos.

En esta ocasión las entradas de capital no se han reflejado en elevados déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos, ni rápidos incrementos en la deuda pública, o en un desmedido ritmo de crecimiento del crédito al sector privado, sino en una persistente y significativa acumulación prudencial de reservas internacionales, una apreciación real de las monedas domésticas, y un mayor endeudamiento del sector privado y financiero, que sin embargo todavía no representan riesgos significativos, dada la calidad de los balances del sistema financiero y del sector privado en la mayoría de las economías de la región.

Frente a la entrada de capitales, las autoridades económicas han utilizado una variedad de medidas de política, desde políticas macroeconómicas contracíclicas, hasta medidas menos convencionales, como intervención cambiaria, requerimientos de encaje, controles de capital, y límites prudenciales a la posición de cambio de bancos e inversionistas institucionales. Es todavía prematuro extraer una conclusión definitiva sobre la efectividad de estas medidas de política, y descartar que los flujos de capitales puedan generar futuros riesgos dentro de las propias economías. En ese sentido, es importante que las autoridades económicas permanezcan 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 requiere.

REFERENCIAS

- [1]. Arellano, Cristina y Mendoza, Enrique (2002), "*Credit frictions and sudden stop in small open economies: an equilibrium business cycle framework for emerging market crises*", NBER Working Paper No 8880, National Bureau of Economic Research, Cambridge: MA.
- [2]. Calvo, Guillermo A. (2002), "*Globalization Hazard and Delayed Reform in Emerging Markets*", mimeo, Center for International Economics, Department of Economics, University of Maryland. (NO)
- [3]. Calvo, Guillermo A. (2000), "*Balance of Payments Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments*", In *Currency Crises*, Paul Krugman ed. Chicago: University of Chicago Press.
- [4]. Calvo, Guillermo, and Ernesto Talvi (2005), "*Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile*", NBER Working Paper Number 11153.
- [5]. Calvo, Guillermo A. (1998), "*Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops*," *Journal of Applied Economics*, v.1, pp 35-54.
- [6]. Cárdenas, Mauricio y Barrera, Felipe (1997), "*On the effectiveness of controls: The experience of Colombia during the 1990s*", *Journal Development Economics*.
- [7]. Ostry, Jonathan, Atish R Gosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mashvash S. Qureshi and Dennis B. S: Reinhart (2010), "*Capital Inflows: The role of controls*", *IMF Staff Position Note*
- [8]. Reinhart, Carmen and Calvo, Sara (1996), "*Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?*". *MPRA*.
- [9]. Reinhart, Carmen y Vicent R. Reinhart (2008), "*Capital inflows and reserve accumulation: the recent evidence*", NBER, Working Paper Number 13842, Cambridge.
- [10]. Reinhart, Carmen, Calvo, Guillermo A. y Leiderman, Leonardo (1993), "*Capital inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*", *Staff Papers*, International Monetary Found, Vol.40 No 1, pp 109-151.

ANEXOS: INFORMACIÓN CONSOLIDADA DE LA ENCUESTA

Cuadro 1: Flujos Netos en inversión directa y portafolio (Como % del PIB)

	Inversión extranjera directa							Inversión en portafolio						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Brasil	1,4	-0,9	2,0	1,5	2,3	1,8	1,4	0,6	0,8	3,5	0,1	3,1	3,1	1,9
Bolivia	-3,0	2,4	2,7	3,0	2,4	4,7	2,0	-1,6	0,2	-0,2	-1,2	-0,9	0,8	-0,5
Argentina	2,2	1,5	1,9	2,6	1,1	1,2	1,8	-0,2	3,6	2,5	-2,8	-1,4	3,5	0,9
Chile	4,1	3,5	6,1	4,2	2,9	5,6	4,4	-2,4	-6,3	-10,0	-5,2	-7,3	-3,7	-5,8
Uruguay	4,9	7,5	5,5	5,8	4,0	4,0	5,3	4,6	8,5	4,8	-1,8	-2,2	-2,1	2,0
Perú	3,2	3,8	5,1	5,4	3,7	5,3	4,4	1,1	0,4	1,4	0,5	0,0	1,4	0,8
Paraguay	0,5	1,0	1,6	1,2	0,7	1,4	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Venezuela	18,1	-2,8	4,5	1,1	-9,6	-4,7	1,1	6,6	-52,1	11,4	9,9	27,7	14,0	2,9
Promedio	3,9	2,0	3,7	3,1	0,9	2,4	2,7	1,1	-5,6	1,7	-0,1	2,4	2,1	0,3

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 2: Pasivos de corto y largo plazo con el exterior de la Banca (como % del PIB)

	Pasivos de corto plazo							Pasivos de largo plazo						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Brasil	2,0	1,8	2,8	2,1	1,8	2,6	2,2	2,4	2,3	2,7	2,4	2,2	2,2	2,4
Bolivia	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,1	1,2	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0
Argentina	0,9	0,8	0,7	0,8	0,6	0,4	0,7	1,6	1,3	1,1	0,8	0,5	0,4	1,0
Chile	1,0	1,3	0,6	1,8	4,6	3,7	2,1	5,3	4,0	5,7	5,9	4,9	6,0	5,3
Uruguay	50,7	49,8	44,2	44,5	47,3	40,9	46,2	4,6	3,8	3,7	2,9	2,5	1,5	3,2
Perú	1,4	0,8	2,0	1,4	1,1	0,7	1,2	0,3	0,3	2,0	3,1	2,7	4,3	2,1
Paraguay	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,4	0,1	1,2	1,6	2,0	2,2	1,2
Venezuela	0,2	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	1,7	1,2	0,7	0,7	0,4	1,0
Promedio	7,0	6,9	6,4	6,4	7,0	6,1	6,6	2,1	1,8	2,3	2,3	2,0	2,2	2,1

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 3: Participación de agentes residentes y no residentes en el mercado de bonos de gobierno (como % del PIB)

	No residentes							Residentes						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Brasil	0,0	0,0	1,4	2,1	3,1	4,5	1,9	45,3	46,1	44,6	39,7	40,8	39,3	42,6
Bolivia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,3	7,0	5,8	5,0	6,3	7,2	6,4
Argentina	14,7	14,9	13,8	10,2	9,6	9,6	12,1	31,6	27,3	21,8	21,4	20,3	20,4	23,8
Chile	2,5	2,1	1,5	1,1	0,9	1,5	1,6	2,2	1,7	1,9	2,5	5,2	6,3	3,3
Uruguay	25,2	31,5	31,7	22,4	22,7	18,9	25,4	20,1	17,7	15,9	13,5	17,9	14,8	16,7
Perú	1,0	1,1	1,5	1,4	1,1	2,8	1,5	3,4	3,2	5,2	4,7	5,3	4,5	4,4
Paraguay	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	1,9	2,2	1,9	2,0	1,8	1,9
Venezuela	15,6	10,7	7,4	3,5	5,2	6,1	8,1	3,3	2,7	2,0	1,0	1,5	2,0	2,1
Promedio	8,4	8,6	8,0	5,5	5,6	5,6	7,0	9,9	8,8	7,8	7,1	8,4	8,1	8,4

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 4: Participación de agentes residentes y no residentes en el títulos del Banco Central (como % del PIB)

	No residentes							Residentes						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Bolivia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	2,2	7,5	12,7	8,8	6,0	6,4
Argentina	0,0	0,4	0,8	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	5,8	5,4	3,5	4,1	4,9	4,0
Chile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,8	9,5	9,0	8,7	9,5	7,3	9,8
Uruguay	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,2	7,0	9,7	7,8	12,7	12,9	9,2
Perú	0,0	0,0	0,8	0,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	5,6	1,5	3,6	0,0	1,8
Venezuela	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	8,8	2,6	3,4	1,1	1,0	4,5
Promedio	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	4,4	4,8	5,7	5,4	5,7	4,6	5,1

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 5: Tasa de crecimiento del crédito al sector privado (En porcentaje)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Brasil	22,3	21,7	28,5	30,8	12,9	20,7	22,8
Bolivia	3,2	5,8	9,6	7,4	9,9	19,3	9,2
Argentina	36,2	39,4	39,0	19,7	8,2	29,5	28,7
Chile	22,3	20,8	24,3	25,4	-3,3	9,4	16,5
Uruguay	3,3	12,1	32,5	25,9	3,8	19,7	16,2
Perú	14,9	15,7	31,4	30,5	8,6	21,0	20,3
Paraguay	19,9	22,2	39,8	38,1	17,9	36,9	29,1
Venezuela	70,9	67,2	73,3	25,3	14,8	14,9	44,4
Promedio	24,1	25,6	34,8	25,4	9,1	21,4	23,4

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 6: Dolarización del crédito al sector privado (En porcentaje)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Argentina	14,1	15,8	15,8	15,6	14,2	14,5	15,0
Bolivia	92,4	85,6	80,8	66,0	61,7	43,7	71,7
Brasil	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chile	8,5	9,1	8,8	12,7	8,9	9,5	9,6
Paraguay	41,3	35,7	36,5	36,0	33,4	35,8	36,5
Perú	62,7	57,3	55,7	50,1	46,2	44,3	52,7
Uruguay	80,0	75,3	70,0	72,0	66,2	58,8	70,4
Venezuela	0,5	0,9	0,7	0,3	0,3	0,2	0,5
Promedio	37,4	39,8	38,2	36,0	32,9	29,5	36,5

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 7: Dolarización de los depósitos de las sociedades de depósito (En porcentaje)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Argentina	11,1	12,9	14,1	16,4	20,0	19,4	15,7
Bolivia	83,9	76,1	63,6	53,1	52,5	43,9	62,2
Brasil	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chile	8,5	8,5	8,5	10,4	9,4	10,9	9,4
Paraguay	49,0	45,8	40,7	43,7	39,5	43,5	43,7
Perú	54,2	51,3	46,6	46,1	42,1	38,1	46,4
Uruguay	88,3	86,8	81,8	83,8	79,6	76,9	82,9
Promedio	42,1	40,2	36,5	36,2	34,7	33,2	37,2

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 8: PIB en miles de millones de US\$

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Argentina	181,6	212,6	260,6	324,8	305,6	357,7	273,8
Bolivia	9,6	11,5	13,2	16,8	17,5	19,1	14,6
Brasil	882,4	1 088,8	1 366,5	1 650,7	1 598,4	2 079,8	1444,4
Chile	118,3	145,9	164,3	170,9	163,7	200,0	160,5
Paraguay	7,5	9,3	12,3	16,9	14,3	17,6	13,0
Perú	76,3	94,5	111,7	118,7	132,1	153,2	114,4
Uruguay	17,4	19,8	24,0	31,2	31,5	38,8	27,1
Venezuela	144,1	183,2	226,2	310,7	325,7	285,2	245,9
Promedio	179,6	220,7	272,3	330,1	323,6	393,9	286,7

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 9: Inflación (En porcentaje)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
Argentina	12,3	9,8	8,5	7,2	7,7	11,0	9,4
Bolivia	4,9	4,9	11,7	11,8	0,3	2,6	6,0
Brasil	5,7	3,1	4,4	5,9	4,3	5,9	4,9
Chile	3,7	2,6	7,8	7,1	-1,4	1,9	3,6
Paraguay	9,8	12,5	5,9	7,5	1,9	6,1	7,3
Perú	1,5	1,1	3,9	6,7	0,2	2,1	2,6
Uruguay	4,9	6,4	8,5	9,0	6,1	6,9	7,0
Promedio	6,1	5,8	7,3	7,9	2,7	5,2	5,8

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 10: Fuente de los flujos de capital

Fuente financiera	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Argentina	-1,1	-0,2	0,5	1,3	-0,4	-0,3
Bolivia	-0,5	0,1	1,1	-0,1	-1,2	-0,2
Brasil	0,1	0,5	1,4	-0,4	0,3	0,7
Chile	0,6	-0,7	1,1	-1,6	-0,3	0,4
Venezuela	-0,6	-0,7	1,4	-1,1	0,1	0,1
Fuente no financiera	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Argentina	5,4	3,3	1,5	-3,0	-2,5	0,0
Bolivia	-2,6	2,1	2,8	3,2	2,6	2,0
Brasil	1,7	0,9	6,2	2,1	4,0	4,1
Chile	7,2	8,3	9,1	8,4	7,5	8,3
Venezuela	4,4	-2,2	3,4	0,9	0,4	-1,2
Fuente gubernamental	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Argentina	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Bolivia	0,6	0,2	0,5	0,8	0,3	-0,4
Brasil	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chile	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,2
Venezuela	-0,1	0,0	0,0	1,0	0,7	2,5
Organismos supranacionales	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Argentina	-2,0	-5,5	0,3	-0,5	0,3	0,3
Bolivia	0,8	-14,4	-9,1	0,9	0,1	1,3
Brasil	-2,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2
Chile	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Venezuela	-0,2	0,2	-0,3	0,1	1,2	0,2

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela,

Cuadro 11: Tamaño del mercado de derivados con el tipo de cambio (Como % del PIB)

Tipo de cambio	Forwards y futuros						Swaps						Opciones					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Argentina	8,4	11,1	14,7	22,9	29,7	8,4	-	-	-	-	-	-	17,4	5,8	5,0	2,9	4,7	17,4
Brasil	196	249	320	274	270	262	0,1	0,1	0,4	0,4	0,2	0,4	40,8	50,3	96,4	97,4	71,9	64,0
Venezuela	0,5	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Chile	213	233	297	276	238	258	25,9	28,5	16,0	12,9	22,1	21,7	0,1	0,2	3,1	1,4	0,3	0,7
Paraguay	0,1	0,6	0,4	1,3	0,6	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Perú	-	-	8,4	10,3	8,1	9,7	-	-	0,5	0,5	0,4	0,1	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Uruguay	0,8	1,0	0,0	0,4	0,3	0,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 12 : Tamaño del mercado de derivados con el tasas de interés (Como % del PIB)

Tasas de interés	Forwards y futuros						Swaps						Opciones					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Argentina	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-
Brasil	625	669	801	548	497	789	3	7	4	3	2	3	20	91	123	125	768	1578
Venezuela	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Chile	0,1	0,4	13,8	11,1	6,8	-	5,3	2,7	3,6	8,5	8,4	6,8	-	-	-	-	-	-
Paraguay	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Cuadro 13: Tamaño del mercado de derivados con otros activos (Como % del PIB)

Tasas de interés	Forwards y futuros						Swaps						Opciones					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Argentina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3
Brasil	24,0	27,8	54,5	39,1	28,8	34,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	1,7	1,6	2,0	2,2
Venezuela	0,1	0,1	0,2	0,4	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Chile	16,2	24,8	29,3	32,6	20,7	23,5	0,4	0,6	0,0	-	-	-	0,6	1,0	3,5	0,3	0,6	0,5
Paraguay	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.