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

Paul Castillo Bardález

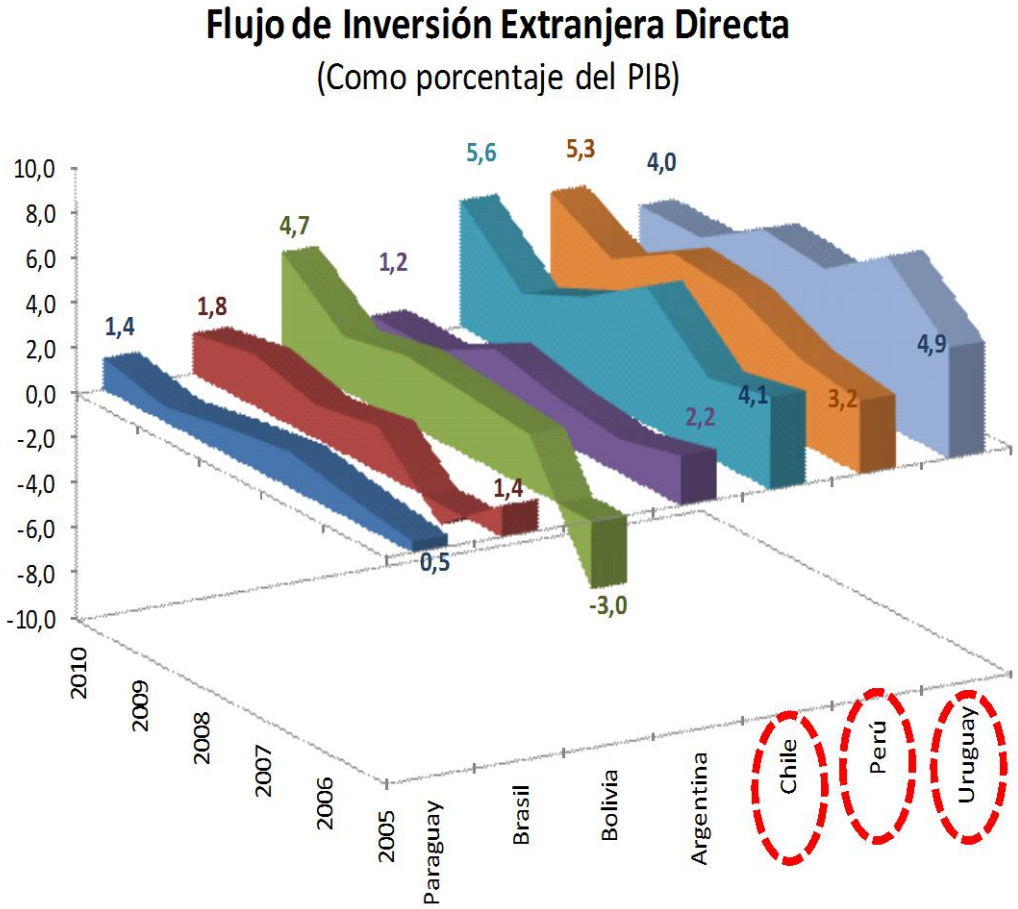
Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP

Lima, febrero de 2011

Contenido

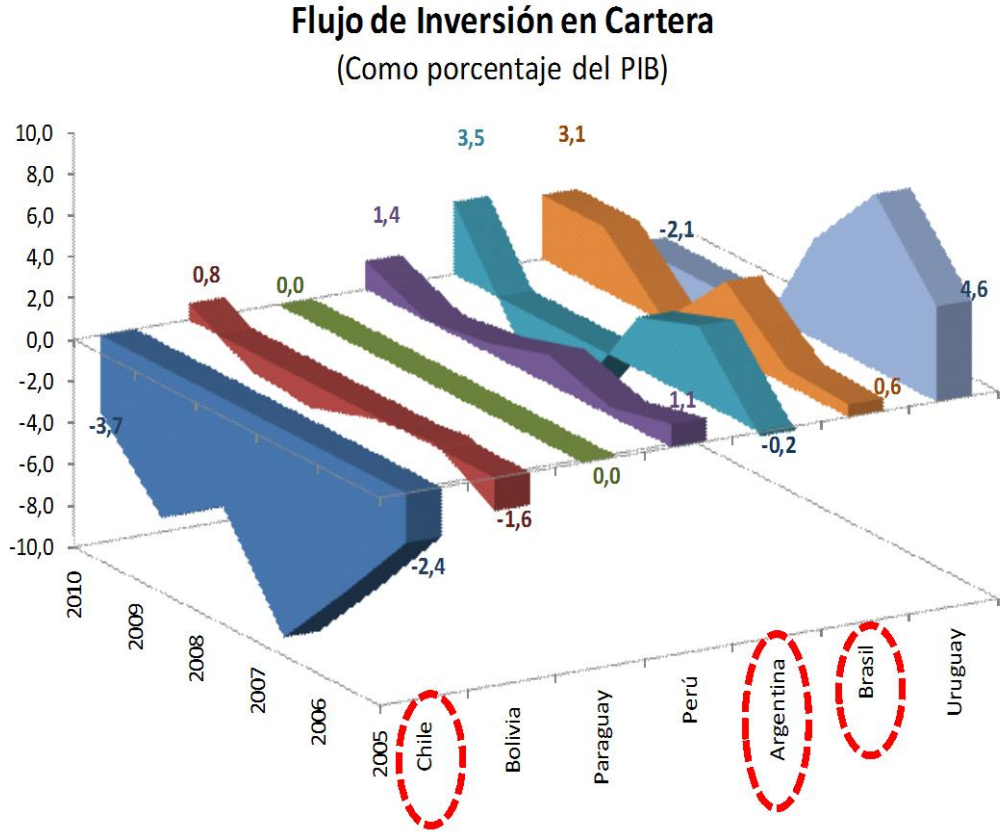
1. **Tendencias y características recientes de los flujos de capital**
2. El impacto macroeconómico
3. Respuestas de política económica
4. Conclusiones

- Los resultados de la encuesta muestran una significativa recuperación de los flujos de capital, principalmente de la inversión directa extranjera y de los flujos de cartera



- Chile, Perú y Uruguay muestran los flujos más elevados de inversión directa extranjera.
- Para Chile y Perú los niveles del 2010 son similares a los observados antes de la crisis.
- Estos flujos están influenciados por los elevados términos de intercambio y la recuperación del dinamismo de la demanda interna

- En el caso de los flujos de cartera se observa una mayor heterogeneidad entre países que refleja las diferencias en la profundidad de los mercados financieros.



- El mayor dinamismo se observa en Brasil y Argentina. En el caso de Brasil, en el 2010 este resultado esta influenciado por la importante emisión de acciones privadas.

- En el caso de Chile, destacan los flujos netos de cartera negativos de 3,7 por ciento del PIB, lo que está bastante influenciado por el significativo monto de inversiones de las AFPs en el exterior.

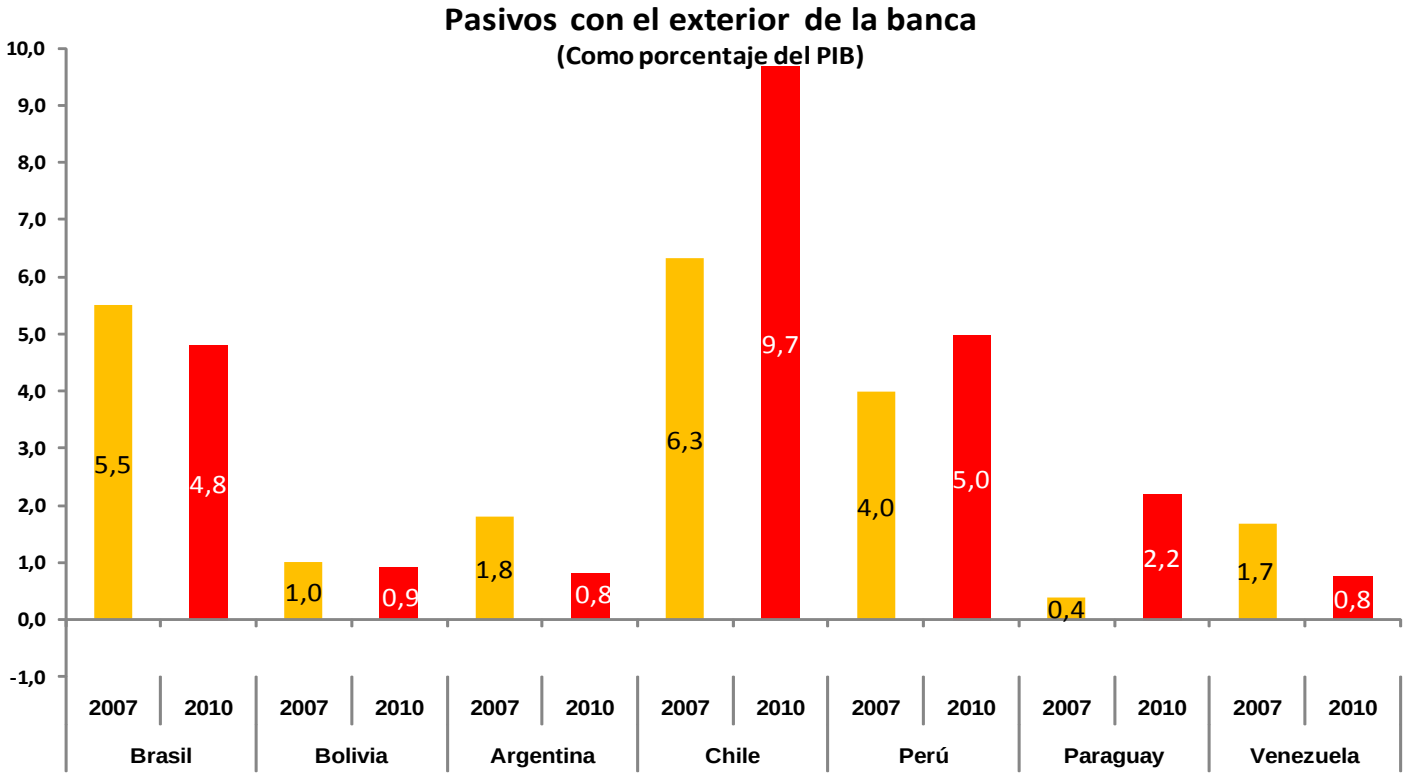
- La mayoría de estos flujos provienen de fuente privada no financiera. Esto es particularmente importante para Chile, Brasil y Bolivia.
- Otra característica distintiva es el bajo nivel de los flujos intraregionales. Ninguno de los países reportó flujos entre países de la región que superen el 0.5 por ciento del PIB.

Fuente de los flujos de capital
(% del PIB)

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

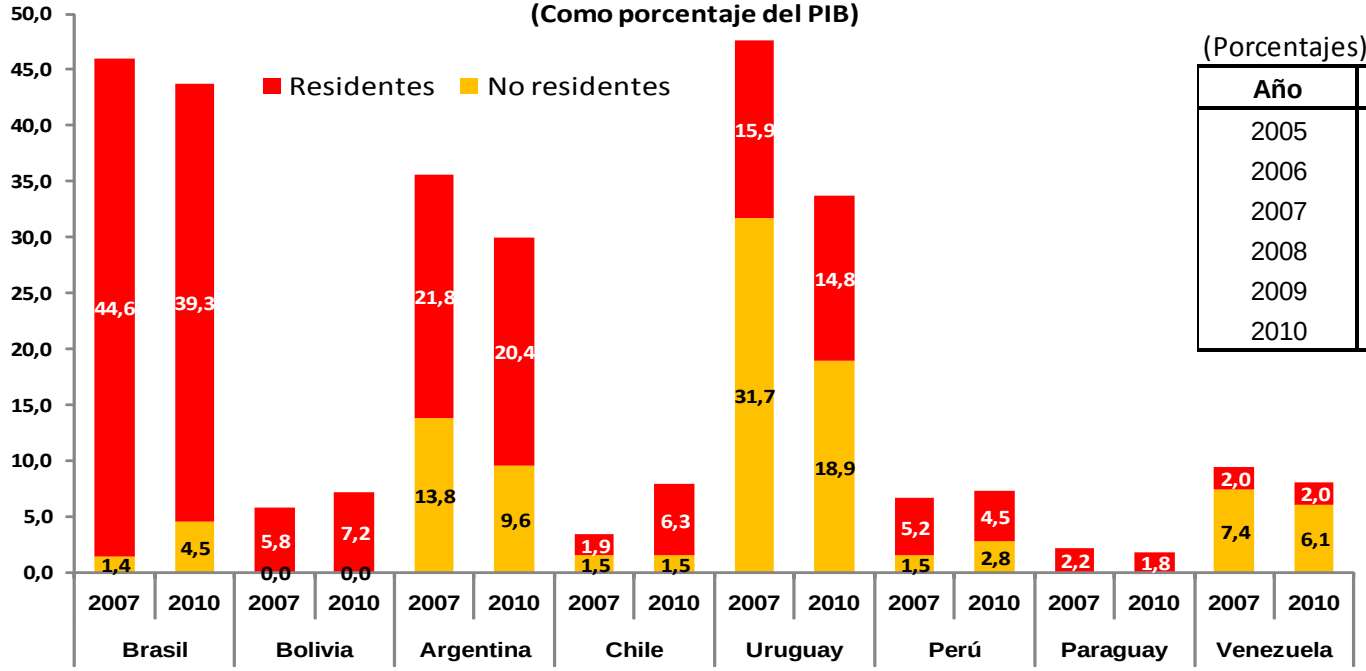
Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

- Parte de estos flujos se han canalizado como mayores préstamos a la banca local. Este es el caso de Chile, Paraguay y Perú.
- En el caso de Brasil, Bolivia, Argentina y Venezuela, se observa un bajo uso de pasivos con el exterior y una reducción respecto a sus niveles pre-crisis.



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

- También los mayores flujos de capital se han reflejado en un incremento de la participación de no residentes en algunos mercados, como el de Bonos del Tesoro.
- Los mayores incrementos se observan en Brasil, y Perú, aunque los montos todavía no son significativos.



Participación de Inversionistas no Residentes en el Mercado de Derivados

(Porcentajes)

Año	Chile	Perú
2005	34%	n.d.
2006	42%	n.d.
2007	48%	59%
2008	38%	57%
2009	34%	39%
2010	35%	45%

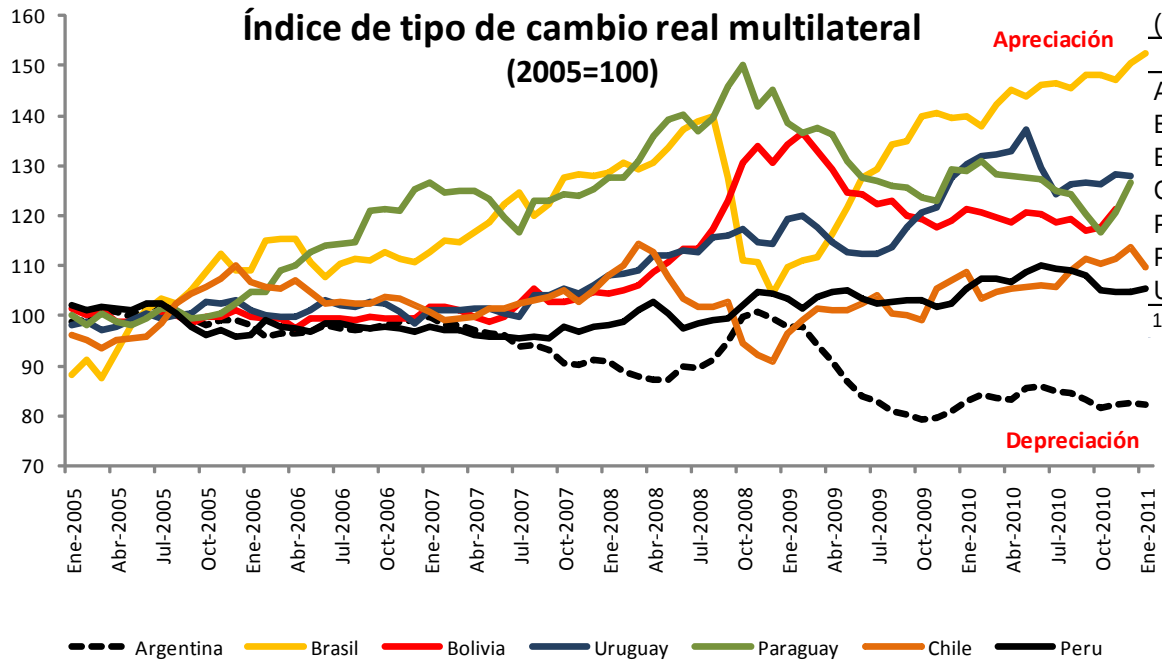
Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Contenido

1. Tendencias y características recientes de los flujos de capital
2. **El impacto macroeconómico**
3. Respuestas de política económica.
4. Conclusiones

Impacto

- Presiones apreciatorias en las monedas locales.
- Los niveles de apreciación han sido significativos en el caso de algunos países como Brasil, que ha acumulado una apreciación de 44,3 por ciento en los dos últimos años.



Variación Anual del Tipo de Cambio Real Multilateral [1/]
(En porcentajes)

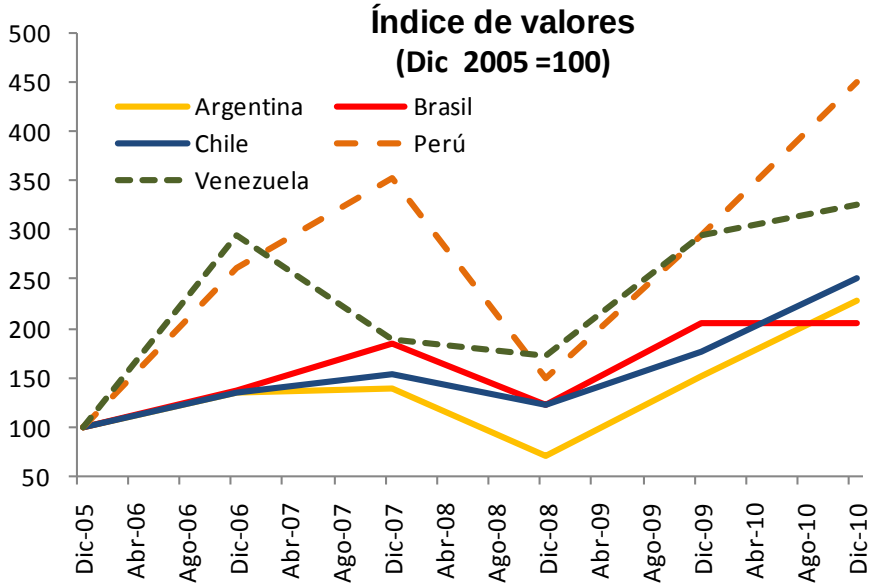
	2009	2010
Argentina	-18,7%	2,0%
Brasil	33,8%	7,8%
Bolivia	-9,0%	3,2%
Chile	17,7%	6,3%
Paraguay	-10,9%	-2,0%
Perú	-1,8%	2,2%
Uruguay	11,4%	0,4%

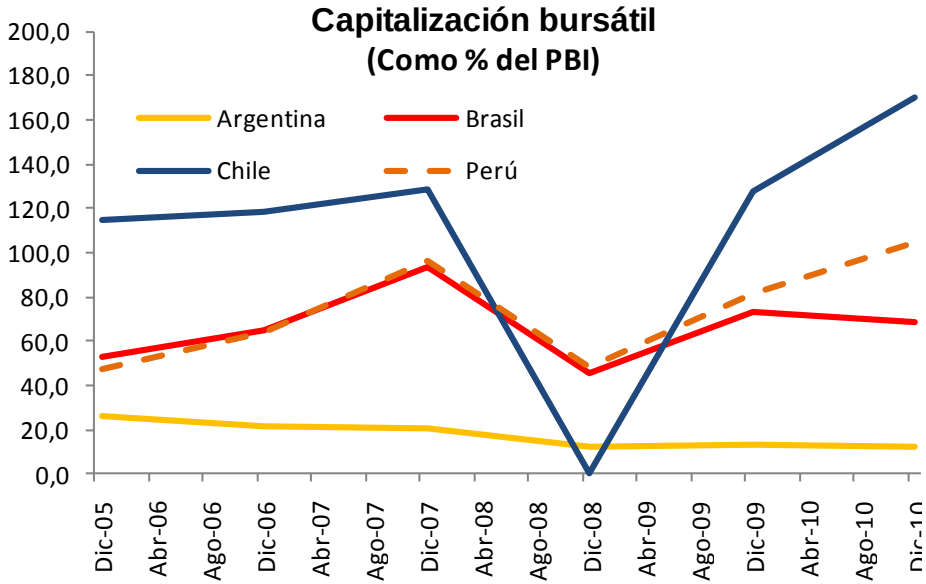
1/ El signo negativo refleja depreciación real y el positivo indica apreciación real.

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

Impacto

- Los flujos de capital, juntamente con mayores términos de intercambio y una recuperación de la actividad económica doméstica, han contribuido a un repunte del mercado de valores.



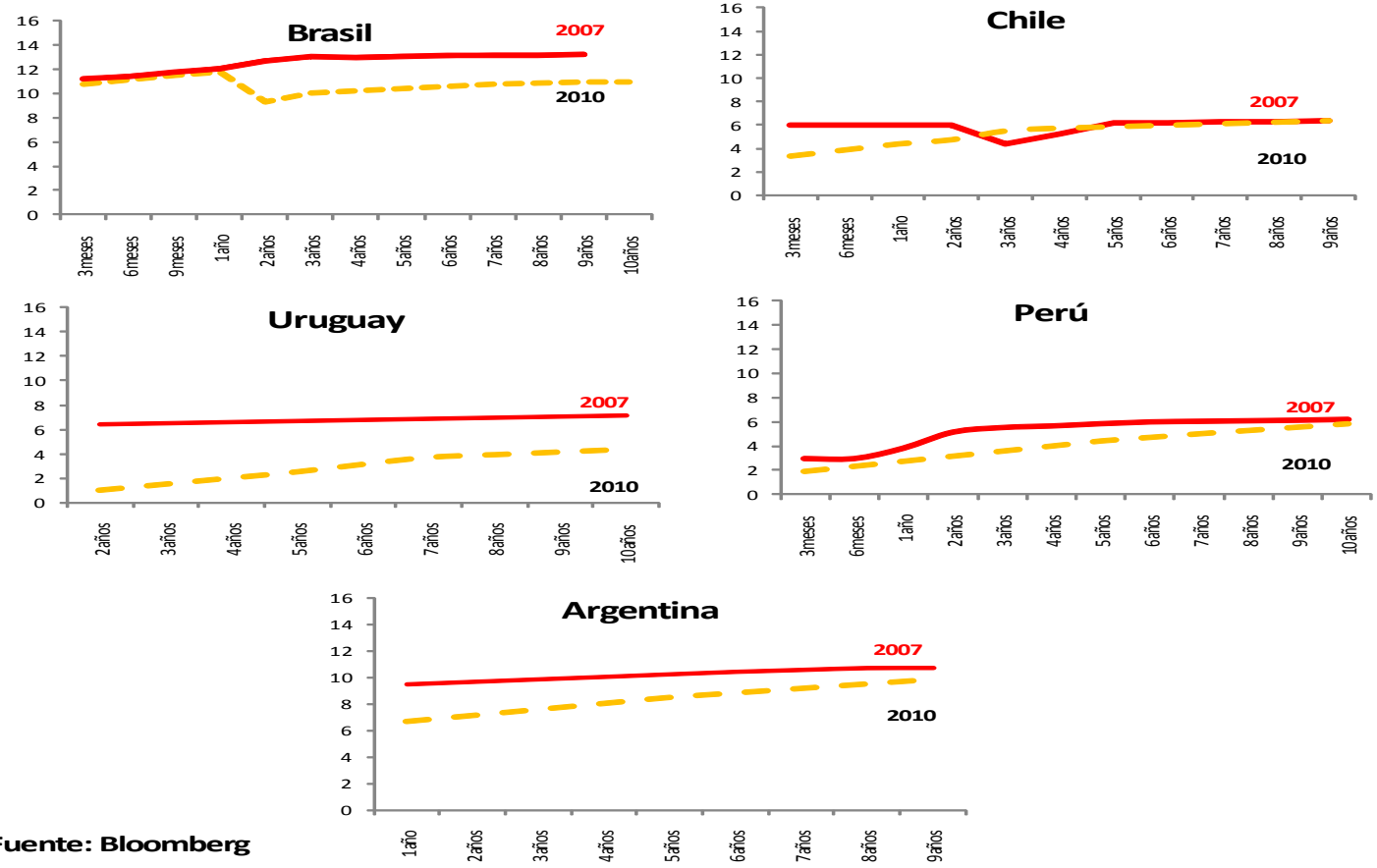


Fuente: Bloomberg y Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

- También los flujos de capitales han encarecido los bonos en el mercado de renta fija, en particular en aquellos países en donde la participación de no residentes es mayor, como Brasil, Perú y Uruguay.

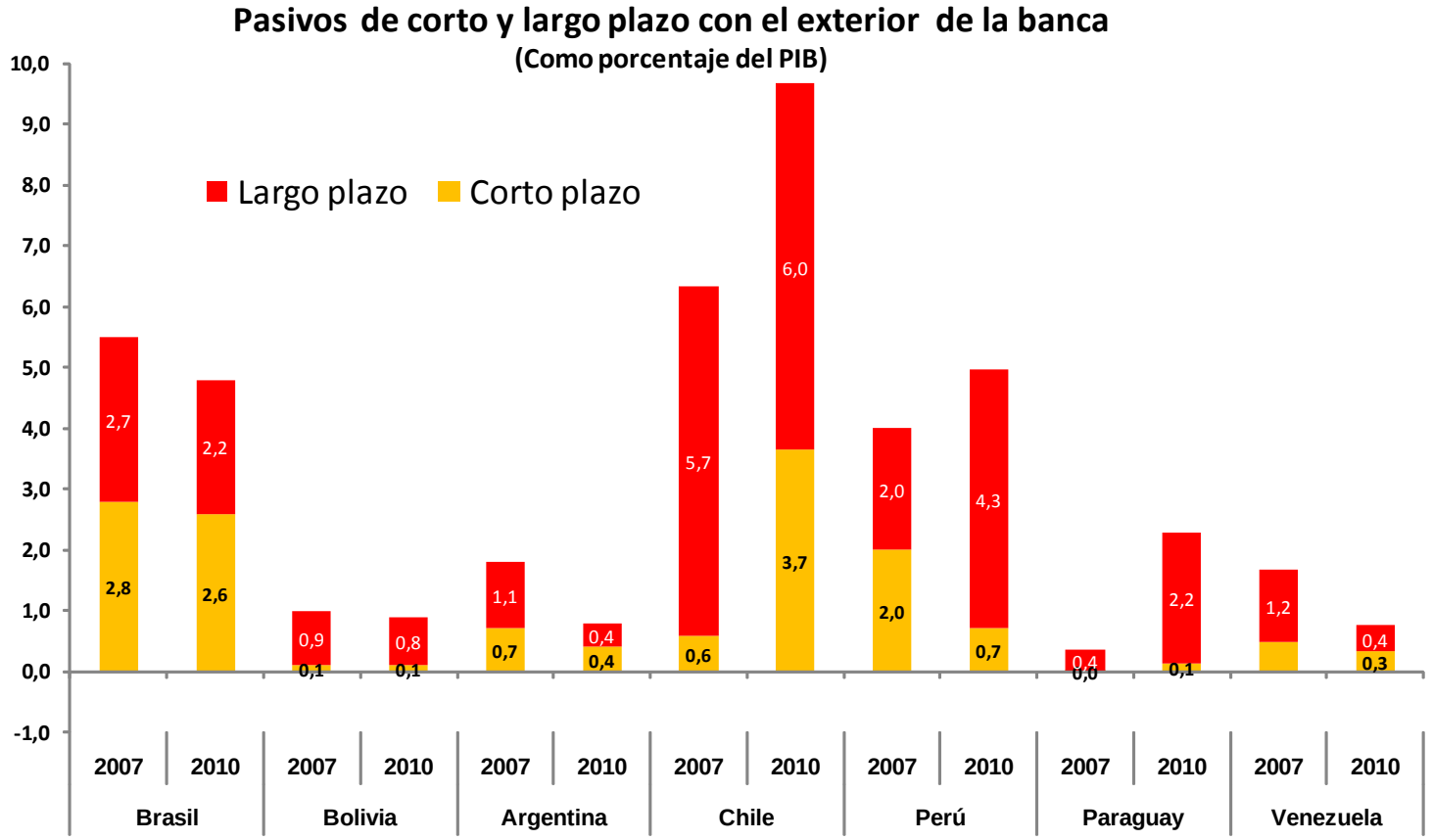
Estructura de tasas de interés 2007 - 2010

(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg

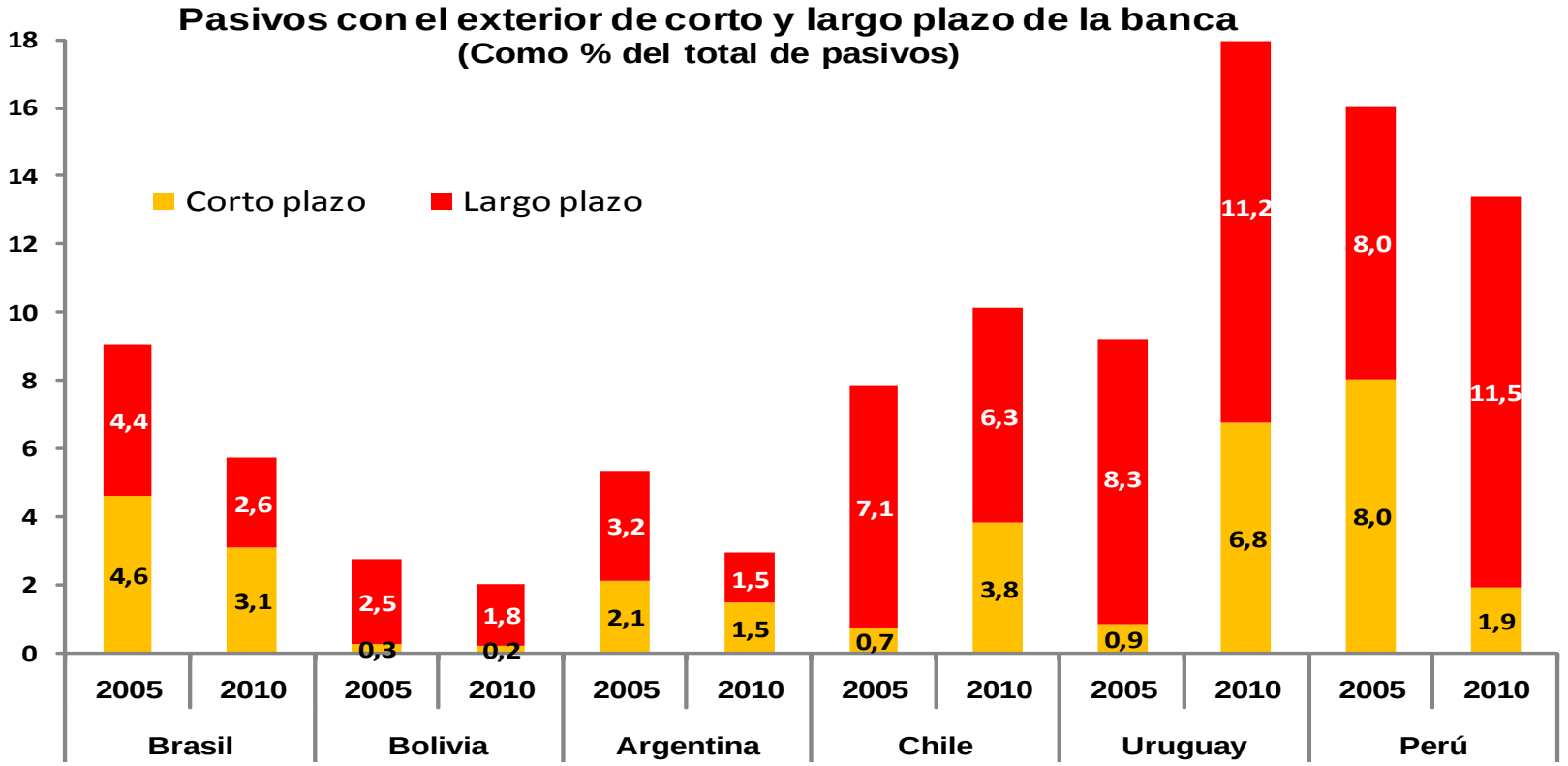
- En la mayoría de los sistemas bancarios de la región se observa, entre 2007 y 2010 una tendencia hacia un incremento del tamaño de su hoja de balance (mayores pasivos como porcentaje del PIB).



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

Impacto

- En el caso de Chile y Uruguay, los flujos de capitales se han traducido en mayores adeudados de corto plazo de la banca.
- En los demás países se observa un menor nivel de pasivos de corto plazo y una mayor importancia de los pasivos de largo plazo.



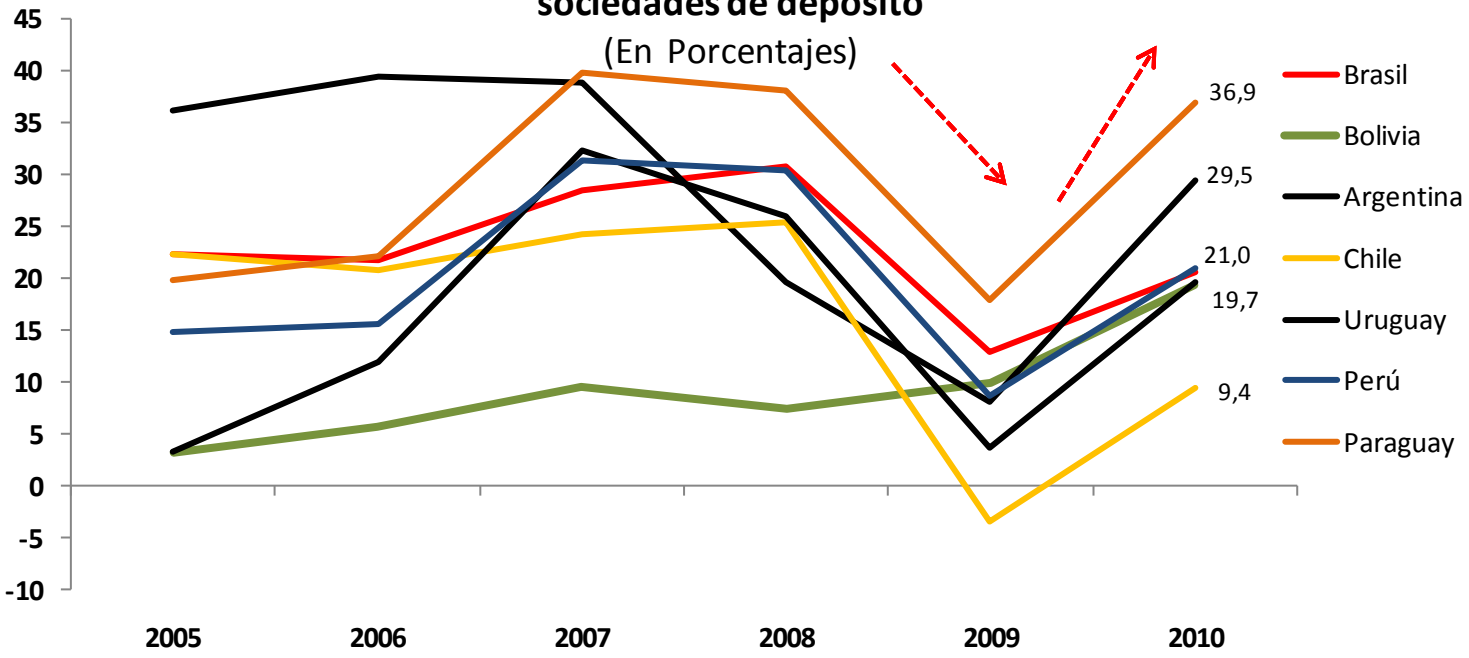
Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Impacto

- El mayor acceso y las mejores condiciones al financiamiento externo, juntamente con el mayor dinamismo del gasto agregado se ha traducido en una rápida recuperación del crédito al sector privado.

Tasa anual de crecimiento del crédito al sector privado de las sociedades de depósito

(En Porcentajes)

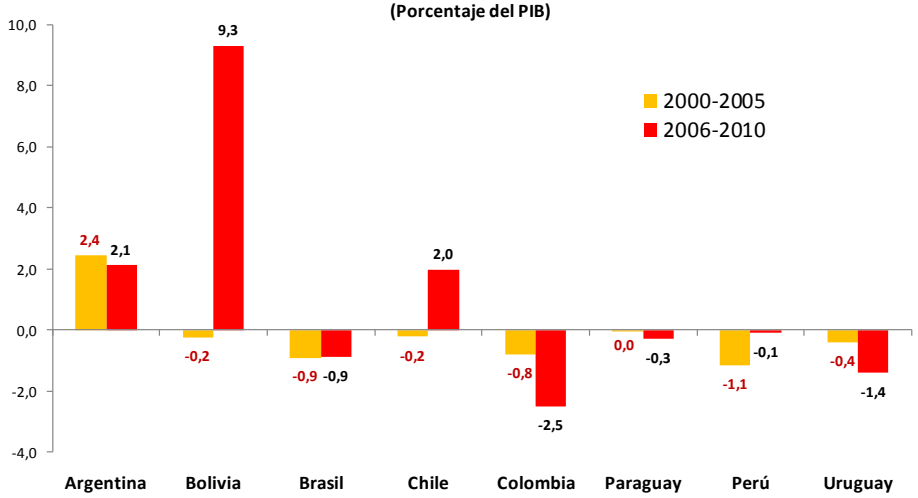


Fuente: Encuesta sobre: "Modalidades de flujos de capital" a los países de Mercosur, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela.

Impacto

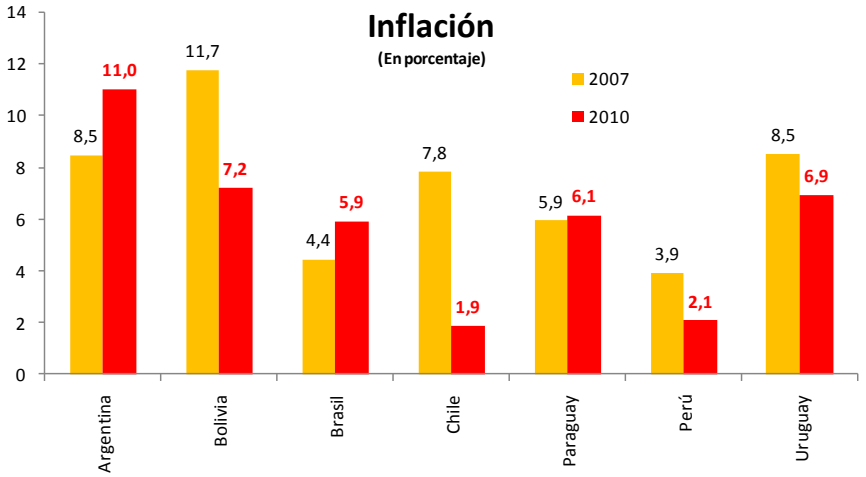
- A pesar del importante incremento que han tenido los flujos netos de capital a los países de la región estos no se han traducido en un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, ni en mayores niveles de inflación.

Balance en cuenta corriente de los países de la región 1/
(Porcentaje del PIB)



1/ Correspone a los países miembros de MERCOSUR, Bolivia, Chile, Perú y Venezuela. Fuente IFS

Inflación
(En porcentaje)



Fuente: FMI

Contenido

1. Tendencias y características recientes de los flujos de capital
2. El impacto macroeconómico
3. **Respuestas de política económica**
4. Conclusiones

La mayoría de países han tomado medidas frente a los flujos de capitales por 3 motivos:

- Para minimizar riesgos macroeconómicos
  - Reversión del estímulo monetario.
- Prevención de reversión de influjos de capitales
  - Intervención cambiaria.
  - Acumulación preventiva de reservas Internacionales.
  - Controles a la entrada y salida de capitales
  - Comisiones a las transferencias de valores
- Medidas Macro-prudenciales
  - Mayores requerimientos de encaje.
  - Mayores requerimientos de capital.
  - Límites a las posiciones netas en moneda extranjera
  - Ampliación de los límites de inversión a las AFPs y compañías de seguros.

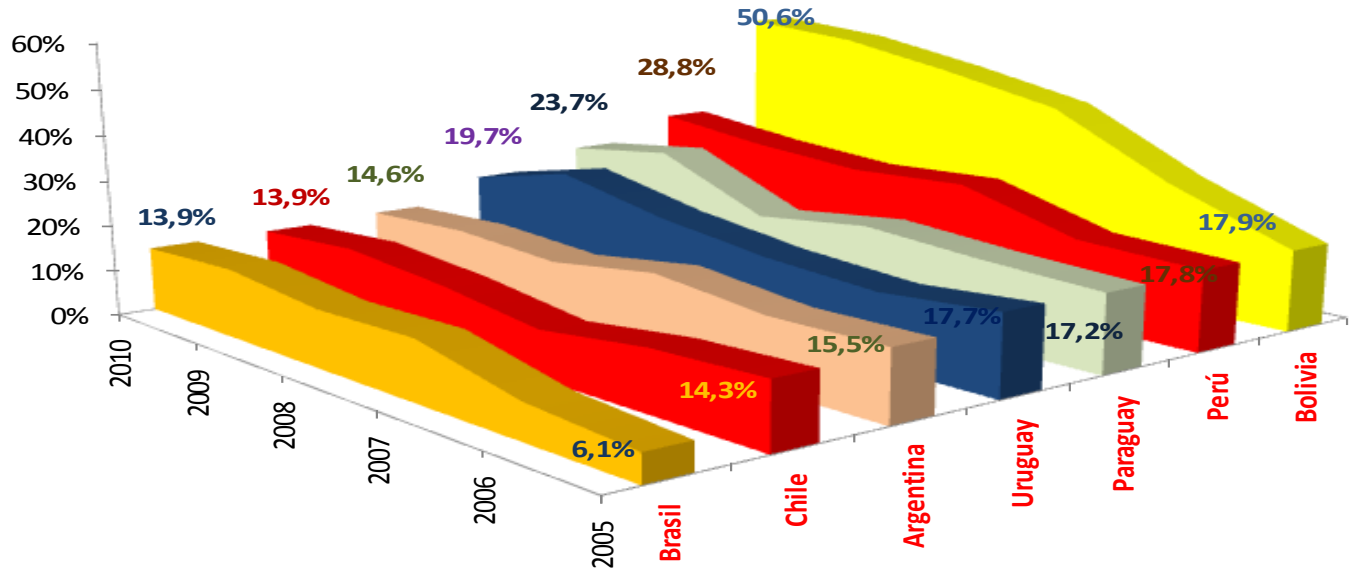
Respuestas de política

- En respuesta a las presiones apreciatorias todos los Bancos Centrales han realizado intervenciones cambiarias esterilizadas, lo que ha generado una mayor acumulación preventiva de reservas internacionales.

- Los mayores montos de intervención se han observado en las economías más dolarizadas como Bolivia, Perú y Uruguay.

Reservas Internacionales Netas 1/

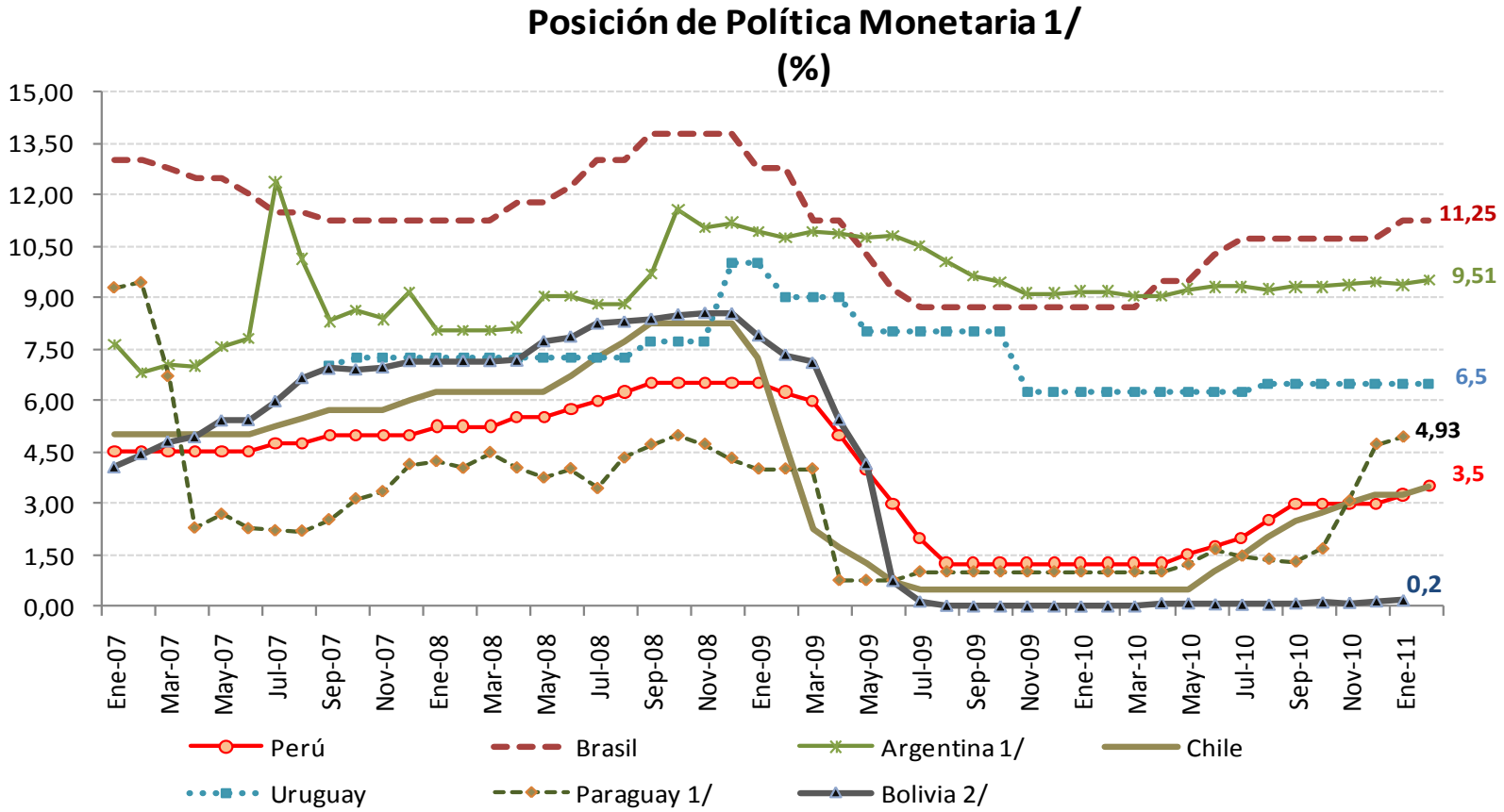
(Porcentajes del PIB)



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.

- La recuperación del dinamismo del gasto agregado ha llevado a varios bancos centrales de la región a revertir gradualmente su posición de estímulo monetario.



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 .

Respuestas de política

- Los países adoptaron un conjunto amplio de medidas prudenciales, los que contribuyeron también a reducir el impacto de la reversión del estímulo monetario en los flujos de capitales.

	Medidas\ Países		Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Paraguay	Perú	Uruguay
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			√	√ 1/		√ 2/	√ 3/	
	Modificaciones a los requerimientos de capital				√				
	Ampliación del límite de inversión en el exterior	AFPs				√		√	
		Compañías de seguro		√					
	Impuestos, comisiones y cupos a entradas y/o salidas de capitales	Entrada		√					
		Salida	√	√					
	Impuestos y comisiones para tenencias en activos domésticos	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/ Límite de US$ 3 mil mills. o del nivel de patrimonio regulado en la posición corta en ME (Moneda Extranjera), el menor.

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

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

- **Brasil**.
  - Intervención cambiaria en el mercado spot y forward.
  - Incremento en el encaje a los depósitos a plazo de 15 a 20 por ciento.
  - Aumento en el encaje marginal a depósitos de 8 a 12 por ciento.
  - Límite de US $ 3 mil millones para la posición corta en moneda extranjera, o del patrimonio regulado, el menor. El 60 por ciento del exceso se deposita como encaje no remunerado.
  - Mayores requerimientos de capital para créditos vehiculares y de leasing mayores a 2 años (incremento del factor de riesgo de 100 por ciento a 150 por ciento).
  - Impuesto de 2 por ciento para inversiones en activos de renta variable.
  - Mayores impuestos para inversiones de renta fija de 2 a 6 por ciento.
- **Bolivia**
  - Intervención en el mercado spot.
  - Incremento del límite de inversiones en el exterior de las compañías de seguros.
  - Comisión de 1 por ciento del monto de las salidas de capital.
  - Comisión de 0,6 por ciento del monto de entradas de capital.
  - Modificación de los límites a las posiciones netas de moneda extranjera de los Bancos.
  - Incremento en el encaje en moneda extranjera de 14 por ciento a 21,5 por ciento, mientras que la tasa marginal subió de 30 por ciento a 45 por ciento.

- **Argentina**.
  - Intervención en el mercado cambiario spot y forward.
  - Depósitos no remunerados para los flujos de capital de portafolio hasta 1 año de 30 por ciento.
  - Cupo a las repatriaciones de inversiones de portafolio de no residentes equivalente a US $ 500 mil mensuales.
  - Límite a la permanencia de 1 año para capitales de no residentes.

- **Chile**
  - Intervención cambiaria en el mercado spot pre anunciada.
  - Incremento al límite de inversiones en el exterior de las AFPs de 60 a 80 por ciento.

- **Uruguay**
  - Intervención en el mercado cambiario spot.

- **Venezuela**
  - Control de cambios.

- **Perú**.
  - Intervención en el mercado cambiario spot
  - Incremento en el encaje mínimo legal de 6 a 9 por ciento.
  - Aumento del encaje marginal en moneda doméstica de cero a 25 por ciento.
  - Incremento en el encaje marginal en moneda extranjera de 30 a 55 por ciento.
  - Incremento en el encaje los adeudados de corto plazo hasta 60 por ciento.
  - Límite de 40 por ciento del patrimonio efectivo o S/. 400 millones, el menor para la posición neta de derivados en moneda extranjera.
  - Incremento al límite de inversiones en el exterior de las AFPs de 17 a 30 por ciento.
  - Comisión de 4 por ciento a las transferencias en el mercado secundario de CDBCRP.
  - Impuesto de 30 por ciento a las ganancias de capital de no residentes en derivados.
  - Cambio de instrumento de esterilización de certificados negociables a depósitos.
- **Paraguay**
  - Intervención cambiaria en el mercado spot pre anunciada.
  - Incremento de la posición neta en moneda extranjera de 30 a 50 por ciento en moneda extranjera.

Contenido

1. Tendencias y características recientes de los flujos de capital
2. El impacto macroeconómico
3. Respuestas de política económica
4. **Conclusiones**

Conclusiones

- Los flujos de capitales han retornado a la región, pero a diferencia de experiencias previas, esta vez no se ha observado desequilibrios macroeconómicos significativos; sin embargo sí han generado presiones apreciatorias importantes y un mayor crecimiento del crédito al sector privado en algunos países.

- Frente a la entrada de capitales, las autoridades económicas han utilizado una variedad de medidas de política, desde una adecuada combinación de políticas fiscal y monetaria 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 importante que las autoridades económicas permanezcan atentas y evalúen permanentemente los distintos canales de impacto de los flujos de capitales bajo sus distintas modalidades

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

Paul Castillo Bardález

Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP

Lima, febrero de 2011