



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Administración de Reservas Internacionales

Julio Velarde

Presidente

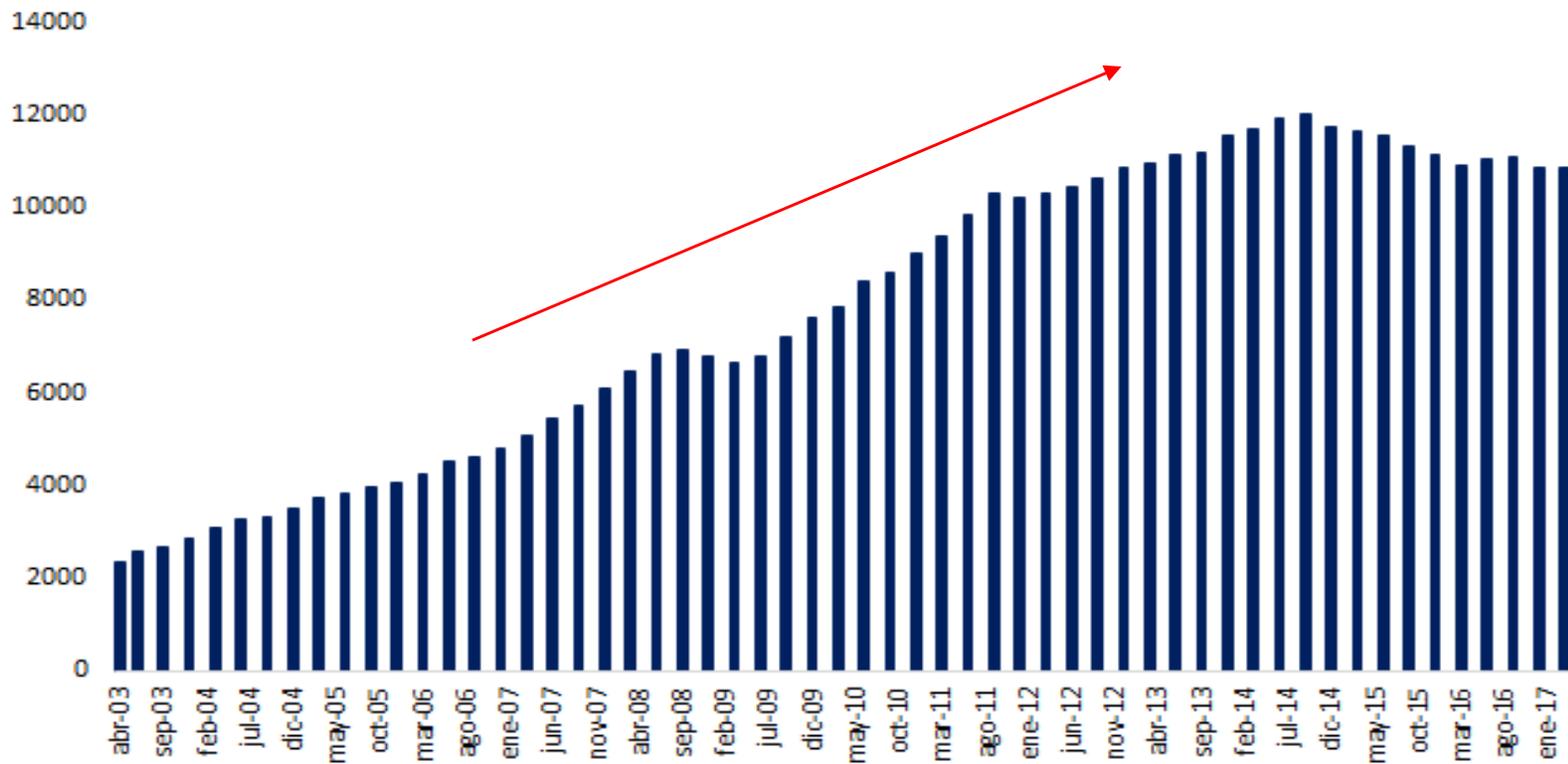
Banco Central de Reserva del Perú

Mayo 2017



- Luego de la Crisis de Lehman, se observó una tendencia marcada hacia una mayor acumulación de reservas internacionales por parte de economías emergentes.

Reservas Internacionales agregadas a nivel mundial
(billones de US\$)

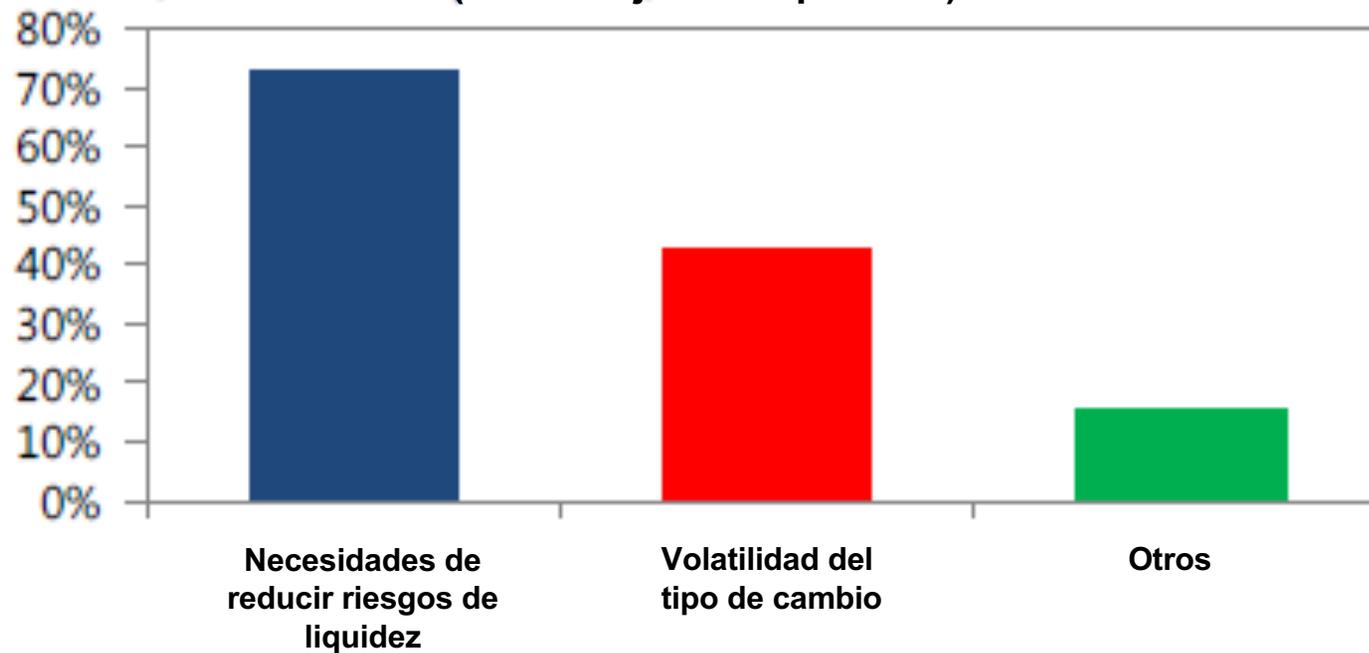


Fuente: Bloomberg



- En parte, ello refleja el renovado énfasis en temas macroprudenciales, entendiendo las reservas como un seguro ante los *sudden stops*.

**Motivos para mantener Reservas Internacionales
(Porcentaje de respuestas)**

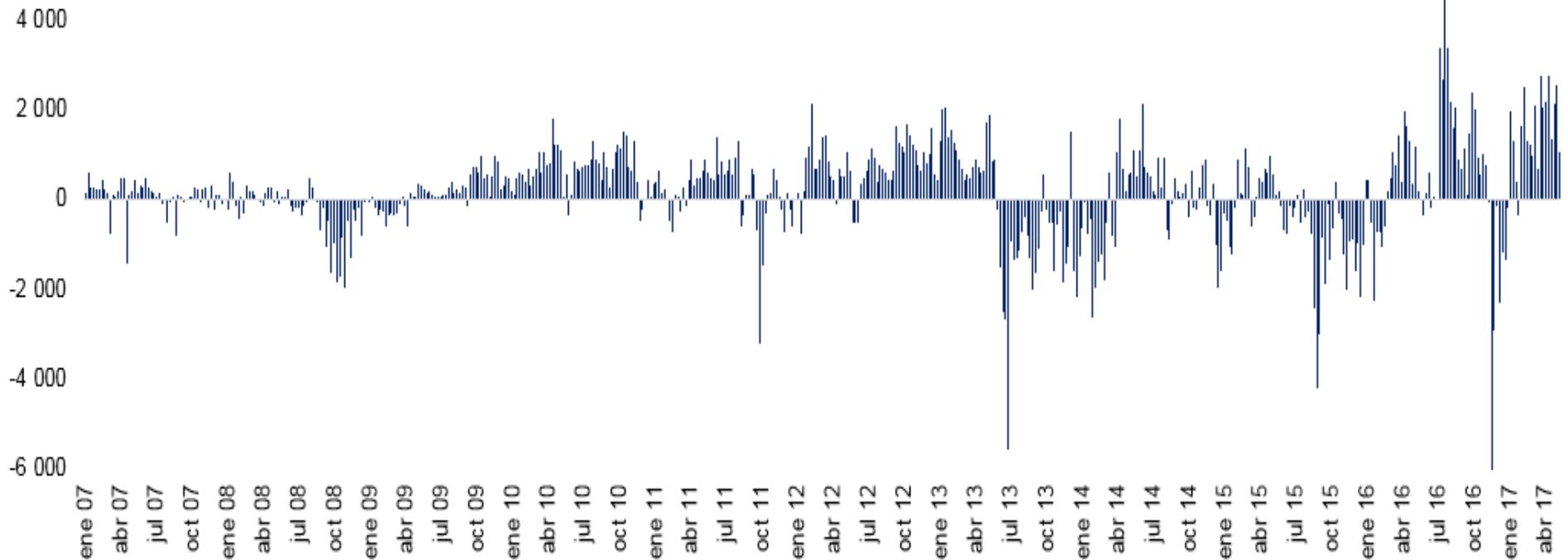


Fuente: IMF Policy Paper: Assessing Reserves Adequacy: Specific Proposals (2015)



- Por otra, las políticas *leaning-against-the-wind* adoptadas ante el episodio de entrada de capitales observado post crisis se tradujeron en mayores reservas.

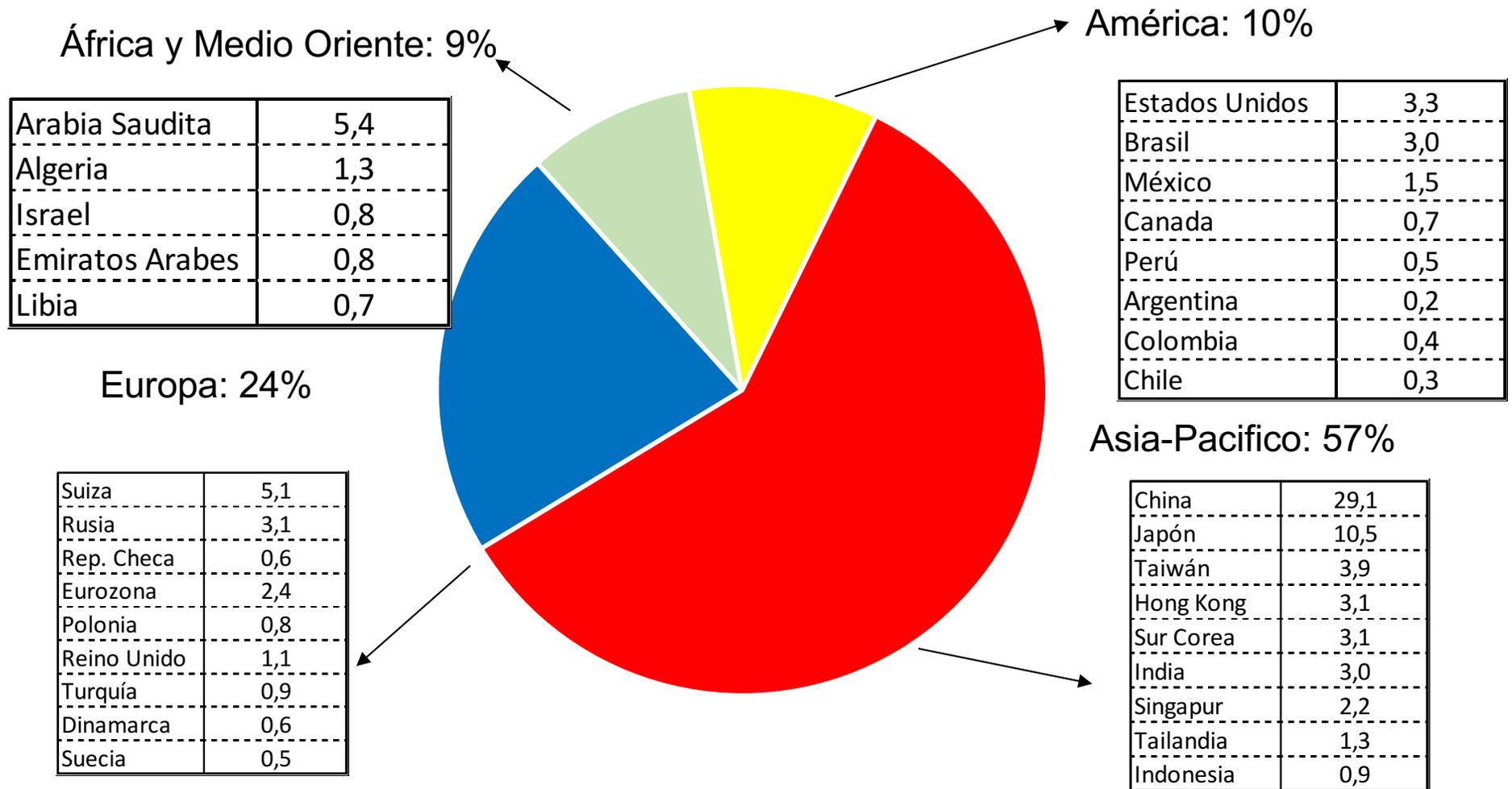
Flujos de Fondos de Bonos en Mercados Emergentes
(Millones USD)



Fuente: EPFR



- Las políticas de control cambiario para limitar la apreciación o reducir su volatilidad también contribuyeron a la acumulación de reservas observada.



Fuente: Banco Mundial. En USD corrientes de 2015. Incluye reservas de oro.

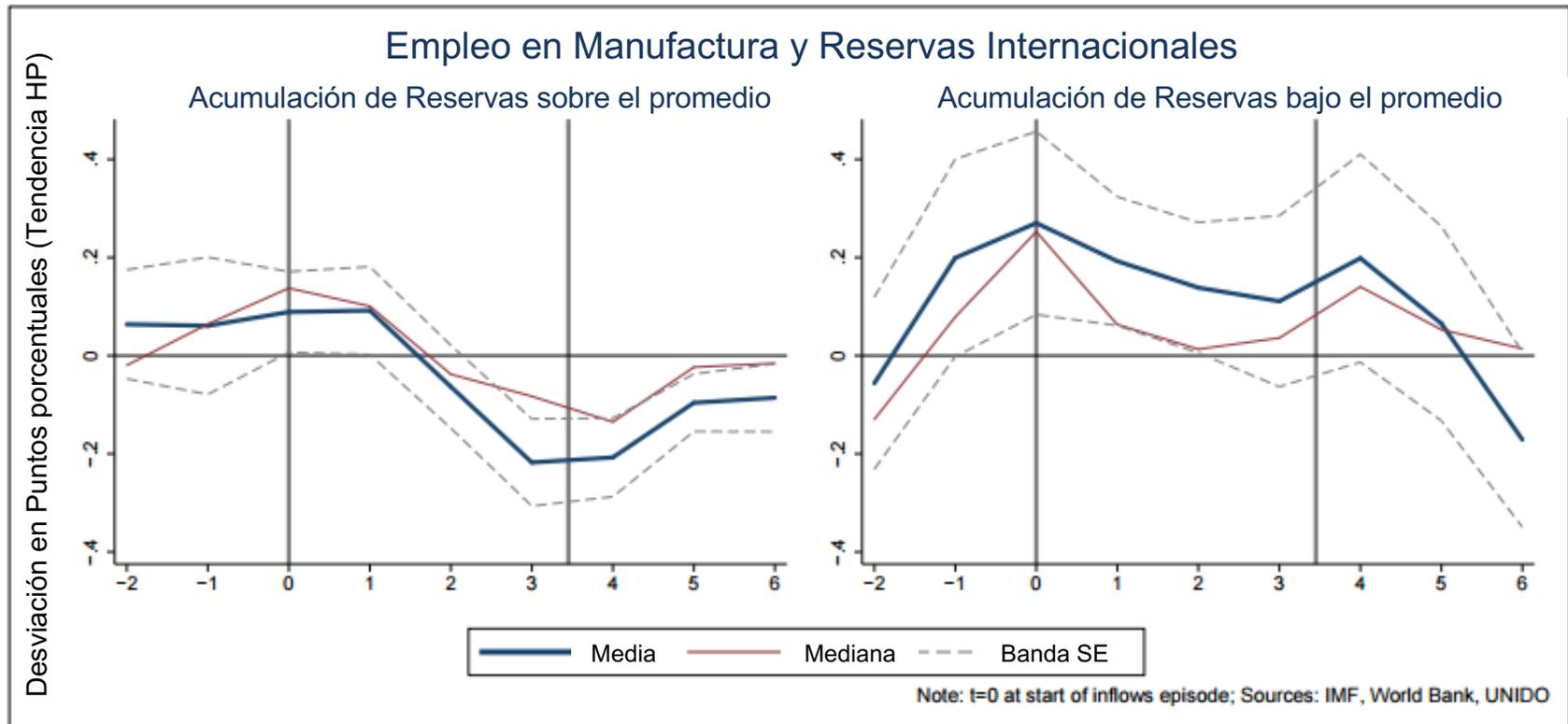


En general, un manejo adecuado de reservas permite:

- Suavizar la absorción de los agentes ante choques en las condiciones financieras internacionales (*leaning-against-the-wind*)
- Reducir la probabilidad de crisis de balanza de pagos.
- Incrementar la fortaleza del sistema financiero frente a episodios de alta volatilidad cambiaria y salidas de capital.
- Hacer más potente la política monetaria en contextos de elevada volatilidad financiera.



- En episodios de flujos masivos de capitales, una mayor acumulación de reservas durante el *boom* reduce la severidad de la recesión posterior y la magnitud de la reasignación de recursos entre los sectores de manufactura y servicios.

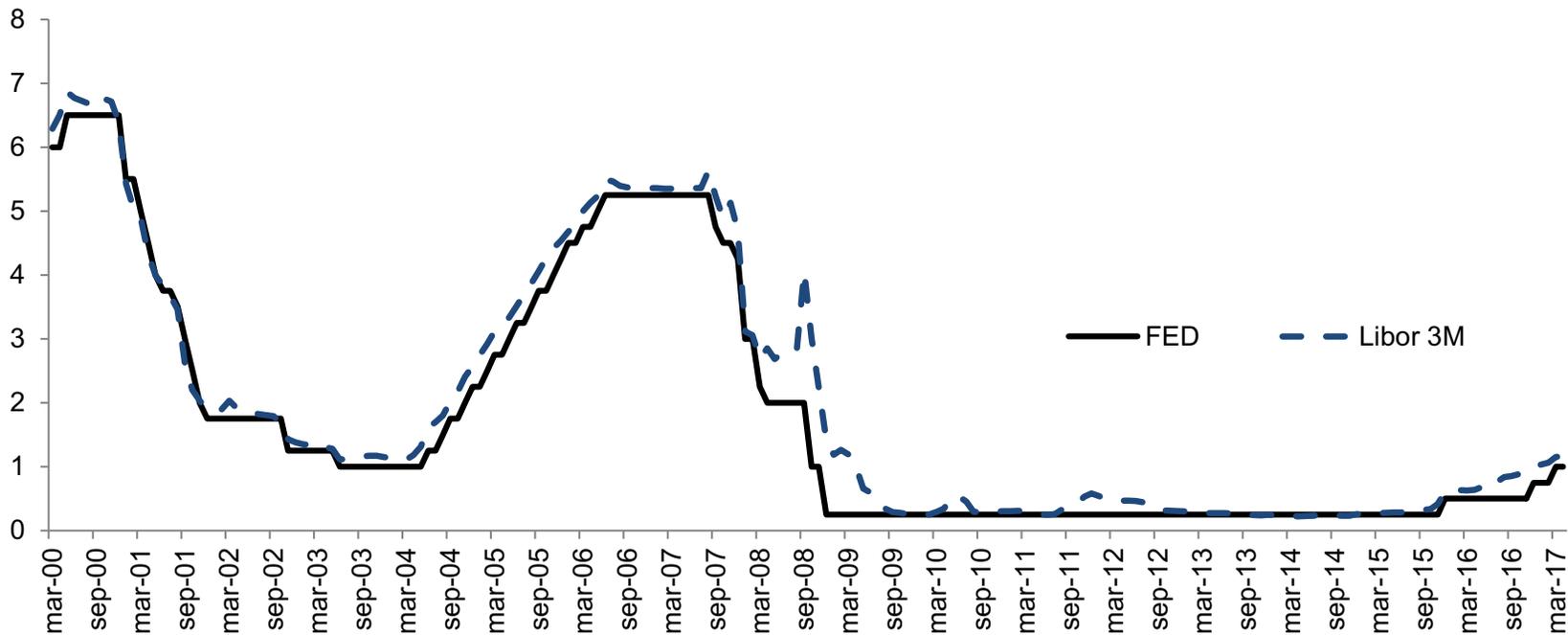


Fuente: Benigno, Converse y Fornaro (2015)



- No obstante las reservas conllevan un costo, particularmente en un escenario en el que las tasas de interés internacionales se mantienen bajas.

Tasas de Interés Internacionales en USD
(En %)



Fuente: Bloomberg



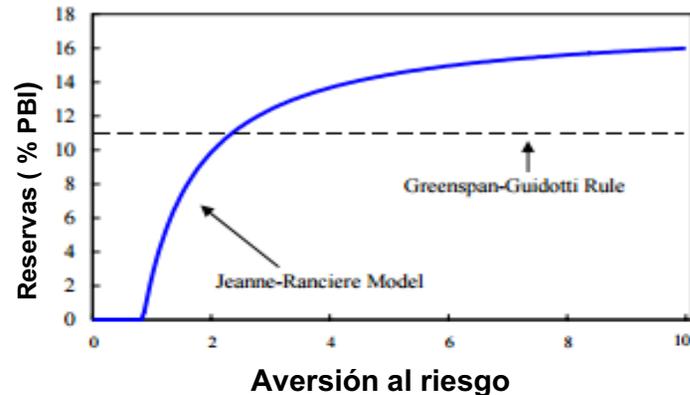
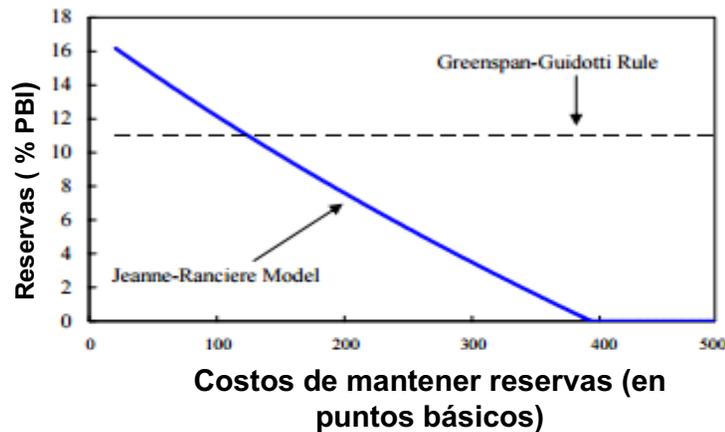
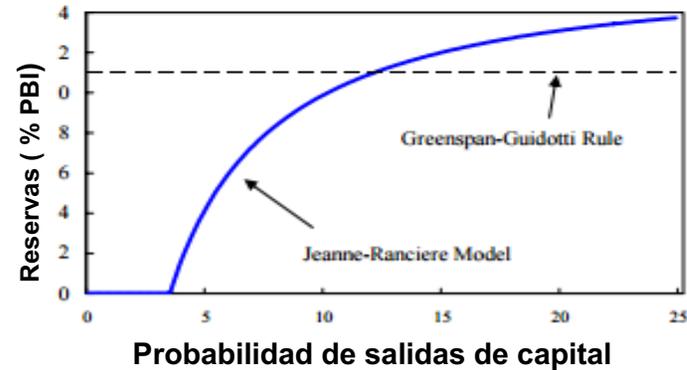
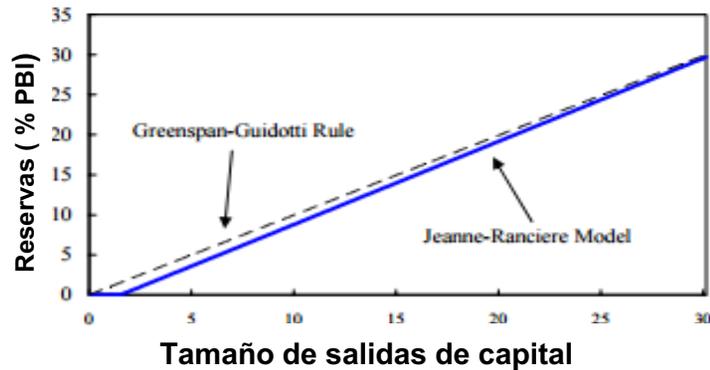
El análisis del nivel óptimo de reservas debe entonces considerar todos estos factores:

- Fuentes de riesgos: dependencia de precios de materias primas, estabilidad de las finanzas públicas.
- Vulnerabilidades, como descalces de monedas, alta dependencia de financiamiento externo o sistemas financieros poco profundos.
- Aversión al riesgo, frecuencia de crisis de balanza de pagos en el pasado.
- Costos, que dependen de las tasas de interés internacionales, y de ser el caso, el costo de esterilización.



- En modelos teóricos se enfatiza el tamaño de los flujos de capitales, la probabilidad de un *sudden stop*, el costo de mantener las reservas y la aversión al riesgo de los agentes de cada economía.

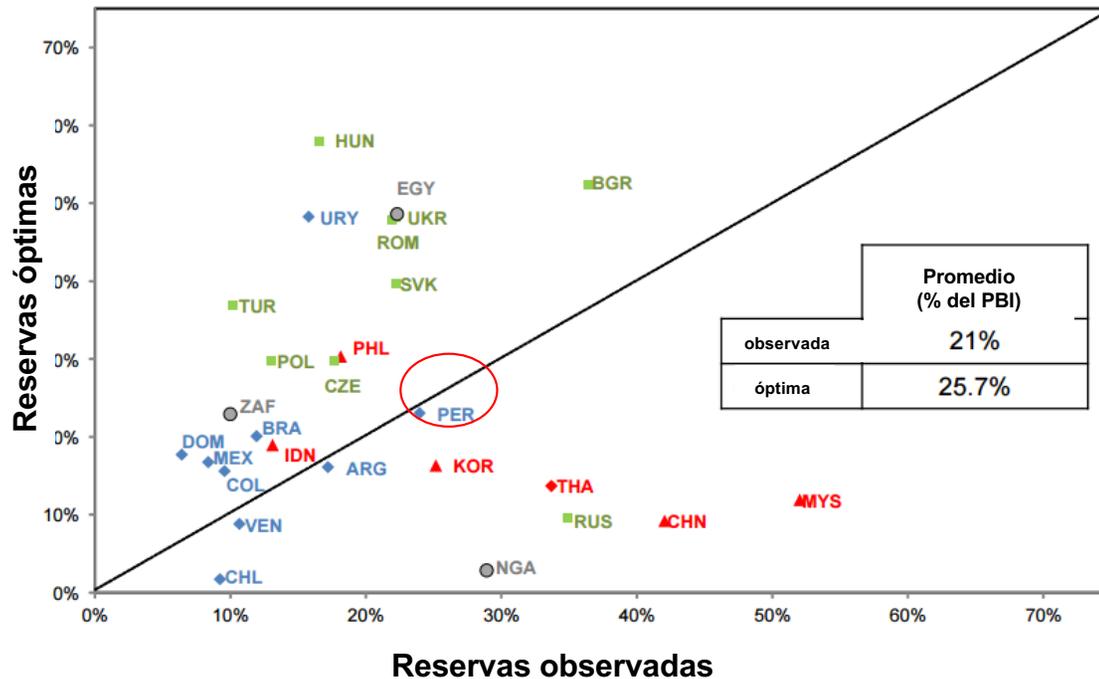
El nivel óptimo de Reservas Internacionales: Análisis de Sensibilidad



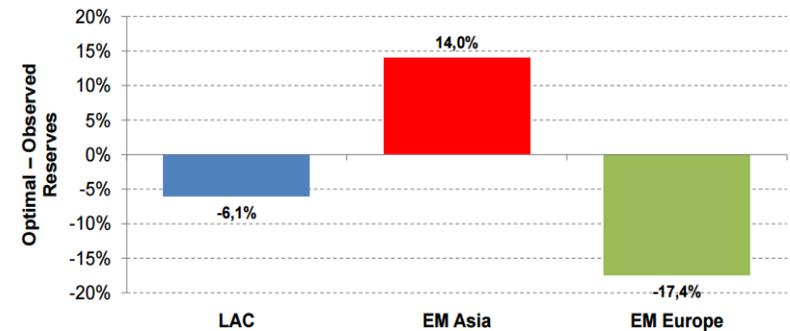


Asimismo, algunos estudios incorporan directamente el rol de la dolarización financiera en el cálculo del nivel óptimo de reservas.

Reservas óptimas y observadas (como porcentaje del PBI de 2007)



Desviación con respecto a las reservas óptimas



Fuente: Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (2012)



En particular, en economías dolarizadas:

- Una salida abrupta de capitales impacta en el tipo de cambio y conlleva potenciales efectos 'hoja de balance'.
- La existencia de depósitos de familias y empresas en moneda extranjera genera la necesidad de reservas en esa moneda para atender potenciales problemas de liquidez.
- El fondeo de la banca puede depender de líneas de crédito con el exterior en moneda extranjera, siendo más vulnerable al riesgo de un 'sudden stop'.



En Perú, las reservas internaciones han sido fundamentales para :

- Reducir el impacto de la crisis financiera global. Durante este episodio, el BCRP utilizó casi un tercio de sus reservas, limitando considerablemente el impacto de la crisis.
- Limitar los riesgos de liquidez en el sistema financiero.
- Incrementar la capacidad del BCRP para incrementar política monetaria expansiva durante episodios de estrés en los mercados financieros.
- Reducir la volatilidad del tipo de cambio.



Es posible reducir la acumulación de reservas si se pone a disposición de las economías emergentes instrumentos como:

- Seguros contra riesgos de salidas abruptas de capitales.
- Deuda emitida en su propia moneda o atada al precio de *commodities*.
- Créditos por parte de organismos internacionales (como el FMI) que actúan como prestamistas de última instancia.

No obstante la tarea resulta aun complicada dada la dificultad para desarrollar estos instrumentos, la señal que se da a los mercados al ejecutar los seguros y a la covarianza en la ocurrencia de episodios de crisis financieras y de balanza de pagos.



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Administración de Reservas Internacionales

Julio Velarde

Presidente

Banco Central de Reserva del Perú

Mayo 2017