

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Una evaluación de la capacidad del Banco Central de Perú para defender la moneda

Hugo Perea

Resumen

- **En los últimos 30 meses, la posición de cambio del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ha caído más de USD 23 mil millones.** Esta pérdida de liquidez internacional ha generado dudas sobre la capacidad que tiene el BCRP para moderar las presiones al alza sobre el tipo de cambio en una economía con una elevada dolarización financiera, en la que el riesgo de descalces por monedas de los agentes privados está latente.
- **En este periodo, sin embargo, las reservas internacionales netas (RIN) del país se han mantenido relativamente estables** porque la caída de la posición de cambio ha sido compensada por mayores depósitos en USD del sector público y de las entidades financieras en el BCRP (aunque esto último podría no estar a su disposición).
- **El BCRP tiene bastante espacio para atenuar presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación), lo que minimiza la probabilidad de ocurrencia de una crisis cambiaria.** Un indicador más exigente que las RIN, para medir la disponibilidad de liquidez internacional del BCRP para hacer frente a ataques especulativos sobre la moneda peruana, es la posición de cambio más los depósitos en dólares que mantiene el sector público en el Banco Central (excluyendo sus requerimientos de moneda extranjera para atender sus obligaciones externas). De acuerdo a este indicador, el Banco Central podría “comprar” 2,7 veces la base monetaria. También compara bien con respecto a otros agregados monetarios más amplios en soles y esta disponibilidad de moneda extranjera le permitiría mantener un ritmo de ventas mensuales en el mercado cambiario similar al de este año por más de 50 meses.
- **El “poder de fuego” del BCRP es mayor si se tiene en cuenta otros instrumentos adicionales disponibles.** En situaciones de emergencia el BCRP podría solicitar líneas de crédito contingentes como las ofrecidas por el FMI. También, los instrumentos de cobertura cambiaria que ahora mismo ofrece el BCRP le da mayor margen de maniobra. Además, siempre puede aceptar un mayor debilitamiento de la moneda, conjuntamente con tasas de interés en soles más elevados.
- **En síntesis, percibimos que actualmente hay poca probabilidad de que ocurra un ataque especulativo sobre la moneda peruana en parte por las líneas de defensa adecuadas.** Ahora bien, el deterioro cíclico y del saldo por cuenta corriente constituyen señales de alerta que pueden elevar la probabilidad de escenarios de depreciación del sol más abruptos. Además, bajo presiones intensas y prolongadas al alza sobre el tipo de cambio, es probable que las tasas en soles se eleven, lo que tendría impactos negativos sobre la intermediación financiera y la actividad económica.

Banco Central de Perú (BCRP): intervenciones regulares en una economía dolarizada

La rápida y significativa caída de la posición de cambio del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) registrada en los últimos 30 meses ha generado cierta preocupación sobre la capacidad que tiene la entidad para defender la moneda local (PEN) ante eventuales ataques especulativos. La posibilidad de una depreciación súbita y abrupta de la moneda es un tema particularmente sensible en Perú debido a los niveles de dolarización del sistema bancario (la dolarización de los créditos del sistema se ubica actualmente en 34% y la de los depósitos en 44%) y los posibles descalces por monedas que pueden estar presentes en el sector privado (especialmente empresas). Precisamente, esta vulnerabilidad explica por qué históricamente el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario de manera muy activa.

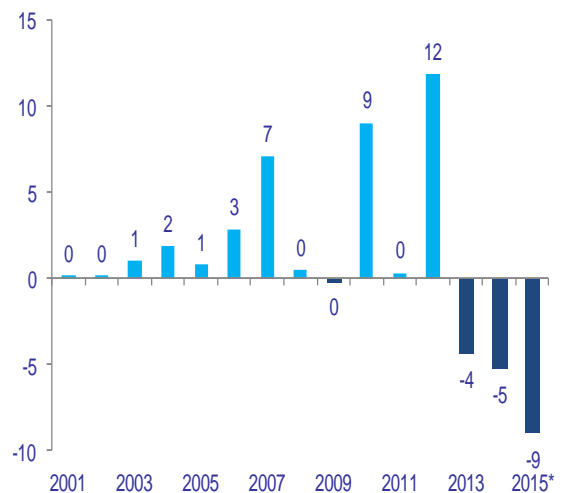
Durante la década pasada e inicios de la actual, el BCRP ha intervenido de manera exitosa para acotar la volatilidad del tipo de cambio¹. En general, desde 2004 hasta el primer trimestre de 2013, la moneda peruana se fortaleció (ver Gráfico 1) por el boom de *commodities*, las entradas de capitales y las ganancias de productividad. Durante estos años, el BCRP suavizó el proceso de apreciación mediante compras de dólares, lo que le permitió acumular un stock importante de reservas internacionales. No obstante, también hubo episodios de presiones a la baja sobre la moneda (depreciación) que el BCRP moderó mediante la venta de moneda extranjera (ver Gráfico 2).

Gráfico 1
Tipo de cambio
(PEN / USD, promedio mensual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 2
Operaciones cambiarias*
(Miles de millones de USD)



*Al 07 de noviembre. Considera las compras netas en mesa de negociación (intervenciones cambiarias), compras o ventas al sector público y otras operaciones fuera de mesa. Un monto es positivo (negativo) significa que se está acumulando (desacumulando) reservas y que la posición de cambio del BCRP aumenta (disminuye).
Fuente: BCRP y BBVA Research

¹ El BCRP sostiene que sus intervenciones buscan moderar las fluctuaciones del tipo de cambio pero no cambiar su tendencia de medio plazo porque reconoce que no es posible (la tendencia está determinada por factores fundamentales que el Banco Central no puede modificar). El objetivo es asegurar una transición ordenada hacia un nuevo nivel de tipo de cambio (más alto o más bajo) y permitir que el sector privado se acomode a las nuevas condiciones cambiarias.

Cabe señalar que el Banco Central está en una posición más cómoda cuando interviene comprando dólares que cuando lo hace vendiendo. En el primer caso los fondos que usa para adquirir la moneda extranjera son “ilimitados”², en tanto que cuando vende su capacidad de intervención está dada por su disponibilidad de liquidez internacional. En el caso peruano, entre 2004 y el primer trimestre de 2013, las intervenciones mediante ventas de dólares fueron ocasionales y transitorias, y el BCRP siempre tuvo una gran holgura para contener las presiones a la baja sobre la moneda.

Sin embargo, el escenario actual es más complejo y retador, con presiones persistentes al alza sobre el tipo de cambio desde mayo de 2013, que han llevado al tipo de cambio a niveles no observados desde 2005 (aunque aún por debajo de los máximos registrados a inicios de la década pasada), y se prevé que continuarán a corto plazo. En este contexto, y dada la vulnerabilidad que implica la dolarización, esta nota analiza cuál es la capacidad que tiene el BCRP para defender la moneda frente a ataques especulativos potencialmente desestabilizadores.

Disponibilidad de liquidez internacional del BCRP: reservas internacionales netas (RIN) y posición de cambio

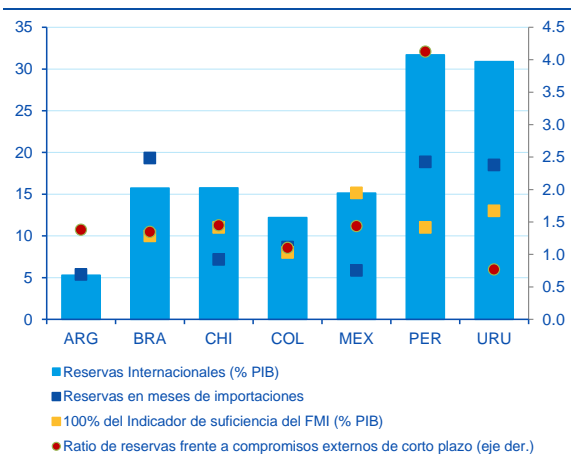
Un primer concepto de liquidez internacional del Banco Central está dado por el saldo de las reservas internacionales netas (RIN), que se definen como el total de activos de reserva en moneda extranjera (activos internacionales muy líquidos, de primera calidad, como bonos del tesoro estadounidense, oro, etc.) menos los pasivos de corto plazo también en moneda extranjera (usualmente, obligaciones con el FMI que en el caso de Perú son poco significativas). Entre los países de la región, Perú y Uruguay tienen los niveles de reservas más altas (como porcentaje del PIB), lo que refleja la necesidad de una mayor cobertura en moneda extranjera debido a que sus economías exhiben altos niveles de dolarización (ver Gráfico 3).

En Perú, las tres fuentes principales que le permiten acumular reservas internacionales al Banco Central son (ver Gráfico 4):

1. **La posición de cambio.** Es la adquisición de moneda extranjera que se financia mediante emisión monetaria. En este sentido, se dice que son los “dólares propios” del Banco Central. En el balance de esta entidad, la compra de dólares en mercado cambiario implica, por el lado del activo, un aumento de la RIN y, por el lado del pasivo, un incremento de la base monetaria.
2. **Depósitos en dólares de las entidades financieras en el Banco Central.** Estos depósitos provienen de los requerimientos de encaje en dólares, los que usualmente son bastante elevados (actualmente, el encaje marginal es de 70% del volumen de depósitos denominados en dólares). También se consideran aquí los depósitos *overnight* y los dólares depositados en cuentas que constituyen garantías para préstamos en moneda local (las distintas modalidades de repos: regulares, de expansión y de sustitución).
3. **Depósitos en dólares del sector público en el Banco Central.** Estos están conformados por el Fondo de Estabilización Fiscal (un depósito intangible que sólo se puede usar para enfrentar contingencias establecidas en la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal; actualmente asciende a USD 9 161 millones) y por otros depósitos del Tesoro (que usualmente son fondos fungibles que, en parte, son préstamos recibidos del exterior).

² Los fondos son emisión monetaria que, eventualmente, el Banco Central tendrá que esterilizar, y posiblemente esto le genere pérdidas financieras. En el caso peruano, estas pérdidas han sido bajas y no han implicado un deterioro patrimonial del Banco Central. Cabe agregar que la Ley Orgánica del BCRP establece que cuando la entidad incurra en pérdidas por el ejercicio de un año (que pueden deberse a sus intervenciones esterilizadas) el Tesoro debe recapitalizar al Banco Central

Gráfico 3
Latam: Indicadores de reservas internacionales



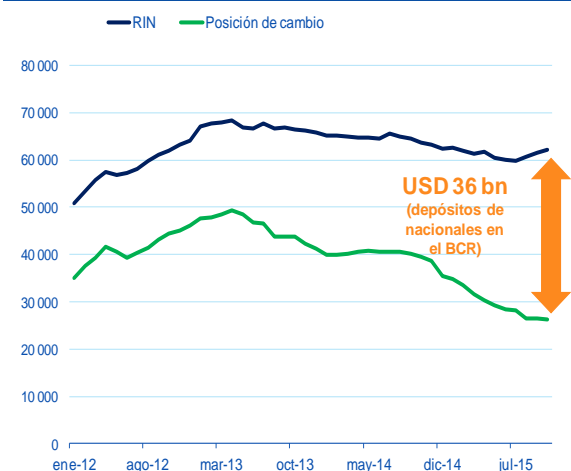
Fuente: BCRP y BBVA Research

* Los compromisos externos de corto plazo incluyen los vencimientos de deuda en los siguientes 12 meses.

** El indicador de suficiencia del FMI es un indicador sintético a partir de variables externas y monetarias. Valores por encima del indicador apuntan a una posición holgada por parte del Banco Central.

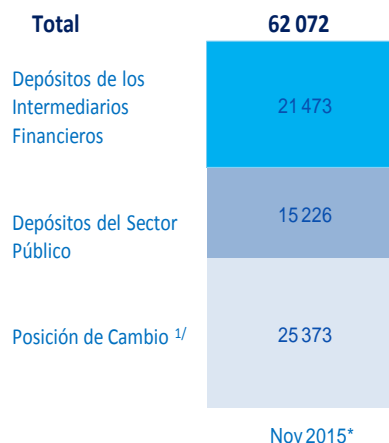
Nótese que la posición de cambio del Banco Central difiere de las RIN por las obligaciones en dólares que tiene esta entidad con agentes residentes: entidades financieras y sector público. Cabe señalar que **desde abril de 2013 a noviembre de este año la posición de cambio ha caído en USD 23 176 millones** (ver Gráfico 5), debido principalmente a las ventas de dólares del Banco Central a entidades financieras, principalmente en el marco de intervenciones en el mercado cambiario. **Sin embargo, las RIN se han mantenido básicamente estables** porque la caída de la posición de cambio ha sido compensada por los mayores depósitos del sector público y de los intermediarios financieros (ver Gráfico 6).

Gráfico 5
RIN y Posición de Cambio del BCRP
(Millones de USD)



Fuente: BCRP y BBVA Research

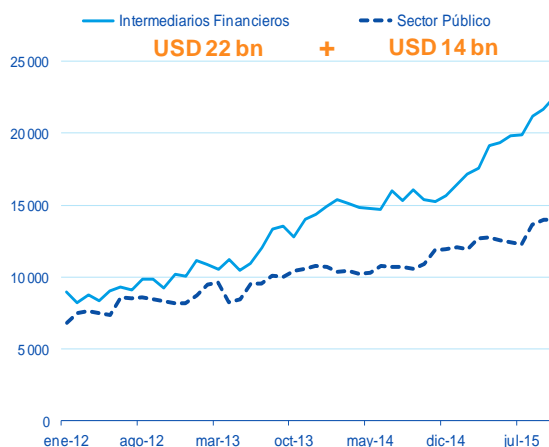
Gráfico 4
Componentes de las RIN de Perú (al 7.11.2015)*
(Millones de USD)



Nov 2015*

1/ No considera la tenencia de bonos globales del gobierno peruano por parte del BCRP.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 6
Depósitos en dólares de residentes en el BCRP
(Millones de USD)



Fuente: BCRP y BBVA Research

¿Cuál es el indicador de liquidez internacional que mide el “poder de fuego” del Banco Central para defender la moneda frente a ataques especulativos?

Desde luego, un primer indicador sería las RIN. En principio, el Banco Central podría utilizar todos sus activos internacionales para defender la moneda. Sin embargo, un indicador más exigente sería considerar únicamente la posición de cambio (los dólares “propios” del BCRP que se financiaron con señoreaje), ya que la parte de reservas que se financió con depósitos de intermediarios financieros debería cubrir situaciones de iliquidez de estas entidades³, y la parte que se financió con depósitos del sector público debería atender los requerimientos de moneda extranjera del Tesoro. En este último caso, frente a un escenario de presiones cambiarias, lo más probable es que haya una coordinación entre el Banco Central y el Ministerio de Economía y Finanzas para que esta entidad no retire sus depósitos en dólares, excepto para el servicio de su deuda externa en los próximos 12 meses.

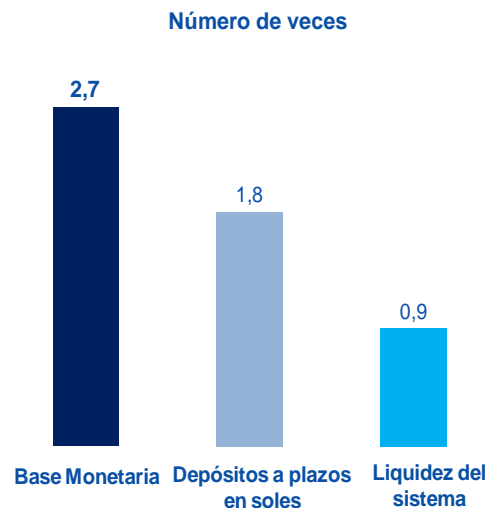
Así, teniendo en cuenta estas consideraciones, el indicador de disponibilidad de liquidez internacional más ácido llegaría a USD 39 011 millones al 7 de noviembre (ver Tabla 1):

Tabla 1
Indicador de Liquidez Internacional para hacer frente a un ataque especulativo*

Indicador	Millones de USD
1. Posición de Cambio ^{1/}	25 919
2. Depósitos del Sector Público	15 226
3. Servicio de deuda pública externa del Sector Público ^{2/}	2 134
Total (1 + 2 - 3)	39 011

*Al 07 de noviembre. 1/ Considera la tenencia de bonos globales por parte del BCRP.
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 7
Indicador de Liquidez Internacional respecto a la Base Monetaria, Depósitos a plazos en soles y Liquidez del Sistema



Fuente: BCRP y BBVA Research

Una forma de medir la potencia de este indicador sería compararlo con agregados monetarios denominados en soles. La idea es verificar si este indicador puede “comprar” toda la masa de soles. De ser así, eventualmente podría fijar el tipo de cambio o señalar que podría hacerlo para desincentivar la toma de posiciones especulativas contra la moneda local. Como se observa en el Gráfico 7, de acuerdo a este indicador **el Banco Central podría comprar 2,7 veces la base monetaria**. También compara bien con respecto a otros agregados monetarios en soles más amplios⁴.

³ Por ejemplo, durante la crisis de Lehman Brothers el BCRP liberó (redujo) los encajes en dólares, en circunstancias en que los bancos del exterior cerraron las líneas de crédito a los bancos locales.

⁴ Cabe señalar que la teoría económica sugiere que el ataque especulativo sobre la moneda sobreviene antes de que se agote la disponibilidad de dólares del Banco Central. Sin embargo, se observa que el BCRP tiene una posición relativamente cómoda para atenuar las presiones cambiarias.

Una comparación adicional es medir por cuánto tiempo puede mantenerse el Banco Central interviniendo en el mercado cambiario. Una forma de hacer esta medición es considerar que se mantiene el ritmo mensual de ventas en el mercado *spot* que ha realizado en lo va de este año. Al 7 de noviembre, el BCRP ha vendido dólares en el mercado cambiario por un total de USD 7 121 millones. Esto equivale a un monto promedio mensual de USD 712 millones, por lo que de acuerdo al indicador de liquidez internacional del **BCRP dispondría de 55 meses para seguir vendiendo dólares al mismo ritmo** (USD 39011/ USD 721).

Es importante notar que el BCRP cuenta con instrumentos adicionales a la venta de dólares (lo que genera una pérdida de posición de cambio) para atender la demanda por cobertura cambiaria del sector privado y, por lo tanto, moderar las presiones sobre el tipo de cambio *spot*⁵. Desde luego, la posibilidad que tiene el BCRP para emplear estos instrumentos dependerá de su aceptación por parte de los agentes privados frente a la alternativa de tener dólares físicos. **Entre los instrumentos de cobertura que ofrece el Banco Central se encuentran los Certificados de Depósitos Reajustables al tipo de Cambio (CDRBCRP) y los swaps cambiarios** (mediante los cuales se intercambian flujos de intereses: el Banco Central paga una tasa fija en dólares y los bancos una tasa variable acumulada en soles). Lo importante aquí es que ambos instrumentos, que dan protección contra el riesgo cambiario al sector privado, **se liquidan en soles, por lo que no comprometen las reservas internacionales ni la posición de cambio**, y no le restan capacidad de actuación al BCRP para defender la moneda (Ver Recuadro 1 para más detalles).

Finalmente, **frente a un potencial ataque especulativo es probable que el BCRP solicite líneas contingentes como las ofrecidas por organismos multilaterales como el FMI y el FLAR**, lo que aumentaría su capacidad de fuego. En particular, la Línea de Crédito Flexible (LCF, o también FCL por sus siglas en inglés: Flexible Credit Line) del FMI fue creada para atender la demanda de préstamos de prevención y mitigación de crisis proveniente de países con marcos de política e historiales económicos muy sólidos (como es el caso de Perú). Mediante este instrumento el FMI presta dinero a los países que atraviesan una escasez de liquidez. A la fecha, tres países (Polonia, México y Colombia) han solicitado la LCF. Si bien ninguno de estos países ha utilizado esta línea, la LCF les ofrece una garantía que ayuda a reforzar la confianza del mercado en períodos de intensificación de los riesgos⁶. Una característica importante de la LCF es que opera sin límite de acceso a los recursos del FMI, y el monto del préstamo se evalúa individualmente. En la Tabla 2 se observa que la LCF de Colombia asciende a USD 5 344, equivalente a 5 veces su cuota con el FMI, en tanto que la de México es de USD 70 mil millones, lo que equivale a 13 veces su cuota. A manera de referencia, si Perú consigue condiciones similares a las de Colombia o México (en términos de número de veces de la cuota), podría acceder a una LCF entre USD 4 450 (5 x USD 890 millones) y USD 11 570 millones (13 x USD 890 millones). Estos montos probables de LCF que Perú podría solicitar equivalen a 7,2% y a 18% del saldo de RIN (al 7 de noviembre: USD 62 072 millones)

⁵ En ausencia de instrumentos de cobertura, los agentes privados cubren el riesgo cambiario comprando dólares en el mercado *spot*, lo que presiona al alza el tipo de cambio (depreciación). Un elemento a tener en cuenta es que el mercado de coberturas en Perú es "asimétrico" (usualmente, todo el mercado está de un solo lado). En parte, esto se debe a las mismas intervenciones cambiarias del BCRP, las que reducen la variabilidad del tipo de cambio y validan la tendencia de esta variable en una sola dirección. En este contexto, el BCRP ofrece instrumentos que balancean el mercado

⁶ Los países habilitados gozan de flexibilidad para utilizar la línea de crédito en cualquier momento dentro de un período predeterminado o para tratarla como un instrumento precautorio. La LCF funciona como una línea de crédito renovable que puede usarse inicialmente por uno o dos años con un examen del derecho de acceso al cabo del primer año. Si un país decide utilizar la línea de crédito, los reembolsos deben efectuarse a lo largo de un período de 3¼ a 5 años.

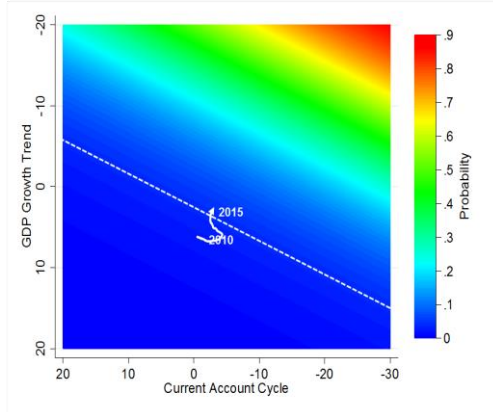
Tabla 2
Línea de Crédito Flexible (LCF)
(Millones de USD)

	Cuota	LCF ^{1/}	Veces la cuota (LCF/cuota)
Colombia	1 069	5 344	5,0
México	5 300	70 000	13,2
Polonia	2 331	21 043	9,2

1/ Línea de Crédito Flexible. La cuota de Perú con el FMI es de USD 890 millones.
Fuente: FMI y BBVA Research.

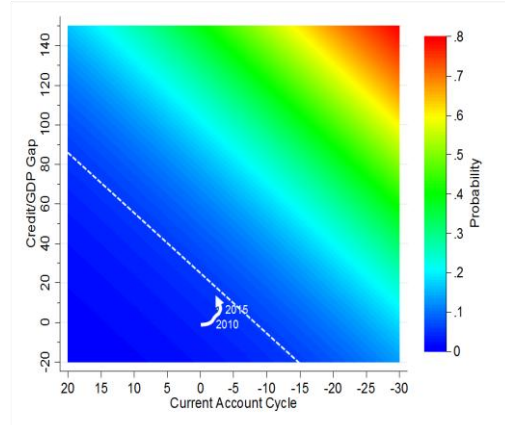
En general, **se puede concluir que el BCRP cuenta con holgura para seguir defendiendo la moneda peruana, lo que reduce la probabilidad de un ataque especulativo.** Una conclusión similar se obtiene con indicadores de alerta temprana de crisis cambiarias. De acuerdo a este análisis la probabilidad de ocurrencia de una crisis de este tipo es actualmente baja, aunque el deterioro cíclico y del saldo por cuenta corriente constituyen factores a vigilar (ver Gráficos 8 y 9).

Gráfico 8
Umbral dinámico de crisis cambiaria para Perú
(Cuenta corriente y crecimiento del PIB)⁷



Fuente: BBVA Research

Gráfico 9
Umbral dinámico para crisis cambiaria en para Perú (Cuenta corriente y brecha de crédito)



Fuente: BBVA Research

⁷ Las superficies de probabilidad de ambos gráficos muestran cómo la probabilidad de crisis cambiaria se ve afectada por la interacción de dos variables específicas: en el gráfico 8 por la combinación del saldo por cuenta corriente y el crecimiento del PIB, en el gráfico 9 por la combinación del saldo por cuenta corriente y el ratio crédito/PIB. La línea punteada marca la combinación de valores de las dos variables a partir de la cual el modelo da una señal de alerta. Las flechas nos muestran cómo ha ido cambiando la probabilidad de crisis cambiaria en los últimos 5 años en Perú. La probabilidad de crisis está estimada con un modelo de datos de panel que depende de un conjunto de variables explicativas, siendo las más importantes: el componente cíclico de la cuenta corriente y del ratio de crédito privado sobre PIB, la tendencia del ciclo económico y variables financieras.

Recuadro 1:**Los swaps cambiarios y las operaciones de repo no comprometen la disponibilidad de liquidez en moneda extranjera del BCRP**

En los últimos meses, se ha discutido mucho acerca del impacto de los swaps cambiarios y de las operaciones de repos con monedas que hace el BCRP sobre las RIN y su posición de cambio. Es importante aclarar que el uso de estos instrumentos no comprometen la disponibilidad de moneda extranjera de la entidad monetaria (excepto en un caso, en donde el impacto es inmediato).

Mediante los swaps cambiarios se intercambian pagos de intereses: el Banco Central paga una tasa fija en dólares y los bancos una tasa variable acumulada en soles. Lo importante aquí es que la operación se liquida en soles, por lo que no compromete las reservas internacionales ni la posición de cambio, y no le restan capacidad de actuación al BCRP para defender la moneda.

En cuanto a los repos con monedas, cabe señalar que son instrumentos de inyección de liquidez en soles, mediante las cuales el BCRP da créditos en moneda local a la banca, con garantía de dólares. Estos repos son de tres tipos: (i) regulares, (ii) de expansión, y (iii) de sustitución. Dos elementos a enfatizar: (i) en ninguno de estos tipos de repos hay transferencia en la propiedad de los dólares que se dejan como garantía (siguen siendo de los bancos, por lo que no pasan a pertenecer al BCRP y con ello se incrementan temporalmente las RIN), y (ii) sólo los repos de sustitución tienen un impacto inmediato (no a futuro) sobre las RIN y la posición de cambio del Banco Central porque involucran una venta de dólares de esta entidad a favor de los bancos. Cabe agregar que los repos de sustitución han sido las menos usadas y actualmente equivalen a unos USD 1 500 millones (de un total de aproximadamente USD 9 000 millones).

Para más detalles sobre los repos de expansión y sustitución, y sus impactos monetarios y sobre la posición de cambio y las RIN, ver el Reporte de Inflación de enero de 2015 del BCRP (<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2015/enero/reporte-de-inflacion-enero-2015.pdf>), páginas 112-113.

Y frente a presiones cambiarias más intensas, ¿hay capacidad de respuesta?

No se pueden descartar episodios de presiones cambiarias mucho más intensas y prolongadas (escenarios extremos), que podrían desencadenarse ya sea por turbulencias provenientes de los mercados financieros globales o por un mayor deterioro de los fundamentos de la economía (fuerte caída de los precios de exportación y debilitamiento de la posición fiscal). En una situación de este tipo, como se desprende del análisis anterior, el Banco Central tendría la capacidad de suavizar la transición hacia un nivel más elevado de tipo de cambio, consistente con fundamentos más débiles, pero no evitar la depreciación de la moneda. Otro elemento a tener en cuenta es que si el BCRP decide realizar una defensa masiva del sol mediante la venta de dólares, la consecuencia sería un drenaje de la cantidad de soles que, eventualmente dispararía las tasas de interés en moneda local, lo que también tendría efectos contraproducentes y desestabilizadores sobre la actividad económica y los balances de empresas, familias y entidades financieras. En el contexto de fuerte elevación de las tasas de interés, los problemas de información asimétrica se exacerbarían y con ello se afectaría la actividad crediticia. Por lo tanto, un análisis de los riesgos no sólo debe enfocarse por el lado cambiario y sobre la capacidad de fuego para defender la moneda que tiene el BCRP; también debe considerar los riesgos de tasa de interés sobre los balances del sector privado. Así, frente a un ataque especulativo el Banco Central enfrentará una disyuntiva entre defender el tipo de cambio (y con ello drenar los soles de la economía) versus aceptar tasas de interés en moneda local más altas. Lo más probable es que el BCRP busque una situación intermedia, para lo cual deberá estar preparado para devolver al sistema

los soles que retire con las intervenciones cambiarias (asegurar que existen mecanismos de inyección de liquidez, lo que podría requerir colaterales adecuados si es que el Banco Central decide proveer soles con créditos garantizados).

Para tener una idea de la magnitud de las presiones cambiarias se deben identificar las fuentes de donde provendrían. Una posibilidad es que inversionistas no residentes e inversionistas institucionales compren non-delivery forwards (NDF) para especular contra el sol. Sin embargo, esta posibilidad que fue muy usada hasta hace unos meses, se ha visto acotada por los límites y penalizaciones que ha impuesto el BCRP si estos se exceden. Así que por este lado, no se esperan que se materialicen presiones sobre el tipo de cambio. En todo caso, las **fuentes potenciales de presión** podrían venir por:

- **Un aumento de la posición en moneda extranjera de los bancos.** Actualmente es de unos USD 750 millones, pero los límites regulatorios permiten que posiciones largas que en el conjunto de los bancos podría llegar a USD 5 500 millones. Es decir, podría haber presión por este lado de unos USD 4 750 millones. No obstante, estas presiones se podrían desactivar rápidamente con un cambio regulatorio que limite las posiciones largas de los bancos.
- **Una dolarización de los depósitos de ahorro y a plazo en soles del sector privado.** No se consideran depósitos a la vista porque tienen carácter transaccional, actividad que usualmente se realiza en soles; la idea es que la dolarización es de activos (dolarización financiera). Al tipo de cambio actual, los depósitos de ahorro y a plazo en soles, al cierre de octubre, equivalen a unos USD 20 mil millones.
- **Una dolarización de activos en soles administrados por las AFPs.** Estos activos incluyen bonos soberanos, acciones y bonos corporativos (no se consideran depósitos en soles que las AFPs tiene en la banca porque están incorporados en el rubro anterior). Al tipo de cambio actual, al cierre de octubre, estos activos equivalen a unos USD 10 mil millones. Cabe señalar que de acuerdo a la regulación vigente las AFPs tienen un límite de USD 2 600 millones al mes para las operaciones con moneda extranjera, por lo que la presión por esta fuente sería algo más gradual.
- **Venta de bonos soberanos por no residentes.** Los inversores no residentes están posicionados en el tramo corto-medio de la curva. Ante expectativas de una depreciación abrupta se esperaría que estos inversores vendan masivamente estos activos. Al tipo de cambio actual, la tenencia de bonos soberanos en poder de inversores no residentes, al cierre de setiembre, equivale a unos USD 5 000 millones.

Considerando la suma de todas estas fuentes, la presión en un escenario mucho más complicado podría ser equivalente a unos USD 39 750 millones, monto similar a la capacidad de fuego que tendría el BCRP para contener un ataque especulativo (USD 39 011 millones). Así, ante un escenario extremo, el Banco Central de Perú tendría espacio para acotar las presiones cambiarias.

Conclusiones

La disponibilidad de liquidez internacional del BCRP para enfrentar episodios de presiones a la baja sobre la moneda peruana (depreciación) incluye su posición de cambio y los depósitos en dólares que el sector público tiene en el Banco Central. Esta definición de capacidad de fuego frente a ataques sobre la moneda local es más exigente que el concepto de RIN porque sólo considera los dólares “propios” del BCRP (los dólares adquiridos mediante emisión monetaria y que constituyen su posición de cambio), a los que se agregan los dólares del sector público (en caso de una crisis, se asume que el Banco Central coordinaría con el sector público para que no retire los dólares que mantiene en el BCRP). Así, a diferencia de las RIN, este indicador de liquidez internacional no considera los depósitos de los intermediarios financieros.

En noviembre de 2015, el saldo de este indicador de liquidez internacional se ubica en USD 39 011 millones (el saldo de las RIN se ubica en USD 62 072 millones), lo que le permitiría al Banco Central “comprar” 2,7 veces toda la base monetaria. También compara bien con respecto a otros agregados monetarios en soles más amplios. Así, el BCRP tiene bastante espacio para atenuar presiones al alza sobre el tipo de cambio (depreciación), incluso en escenarios complicados, lo que minimiza la probabilidad de ocurrencia de una crisis cambiaria, aunque, dada la dolarización del sistema, es un tema a seguir con atención.

Es importante tener en cuenta que esta disponibilidad de liquidez internacional del BCRP no implica que frente a un ataque especulativo la economía peruana saldría inmune. Si las presiones son muy intensas, sostenidas y prolongadas, el Banco Central podría suavizar la transición hacia un nivel más elevado de tipo de cambio (consistente con fundamentos más débiles), pero no evitar la depreciación de la moneda. Si el BCRP decide realizar una defensa masiva del sol mediante la venta de dólares, la consecuencia sería un drenaje de la cantidad de soles que, eventualmente dispararía las tasas de interés en moneda local, lo que también tendría efectos contraproducentes y desestabilizadores sobre la actividad económica y los balances de empresas, familias y entidades financieras. Por lo tanto, un análisis de los riesgos de un ataque especulativo no sólo debe enfocarse por el lado cambiario y sobre la capacidad de fuego para defender la moneda que tiene el BCRP; también debe considerar los riesgos de tasa de interés sobre los balances del sector privado. Así, frente a un ataque especulativo el Banco Central enfrentará una disyuntiva entre defender el tipo de cambio (y con ello drenar los soles de la economía) versus aceptar tasas de interés en moneda local más altas. Lo más probable es que el BCRP busque una situación intermedia, para lo cual deberá estar preparado para devolver al sistema los soles que retire con las intervenciones cambiarias (asegurar que existen mecanismos de inyección de liquidez, lo que podría requerir colaterales adecuados si es que el Banco Central decide proveer soles con créditos garantizados).

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.