

### Preguntas Frecuentes

1. ¿Cuál es el objetivo del BCRP?
2. ¿Cuáles son las funciones del BCRP?
3. ¿En qué consiste la autonomía del Banco Central de Reserva del Perú?
4. ¿Quién es la máxima autoridad institucional del BCRP?
5. ¿Cuál es la meta del BCRP?
6. ¿Cómo se diseña la política monetaria para lograr la meta de inflación?
7. ¿Qué es la tasa de interés interbancaria?
8. ¿Cómo hace el BCRP para que la tasa de interés interbancaria se sitúe en el nivel de referencia que fija el Directorio?
9. ¿Qué son las facilidades de ventanilla que otorga el BCRP a las entidades financieras?
10. ¿Cómo se relaciona la tasa de interés interbancaria con las tasas de interés para ahorros y préstamos?
11. ¿El BCRP debería establecer controles sobre las tasas de interés de las operaciones bancarias para reducirlas?
12. ¿Qué tipo de dolarización está presente en nuestra economía?
13. ¿Es inefectiva la política monetaria cuando existe una alta dolarización?
14. ¿Qué riesgos ocasiona la dolarización financiera de la economía?
15. ¿Qué son las reservas internacionales netas?
16. ¿Por qué son importantes las reservas internacionales netas?
17. ¿Qué es el requerimiento de encaje?
18. ¿Cuál es el papel del requerimiento de encaje en moneda extranjera?
19. ¿Qué es la tasa de remuneración al encaje en moneda extranjera?
20. ¿Por qué realiza el BCRP operaciones cambiarias?
21. ¿Por qué es importante el desarrollo de instrumentos de largo plazo en soles?
22. ¿Qué es la emisión primaria?
23. ¿Un crecimiento de la emisión primaria se traduce necesariamente en mayor inflación?

---

### 1. ¿Cuál es el objetivo del BCRP?

La Constitución indica que la finalidad del BCRP es preservar la estabilidad monetaria. El Banco Central anuncia una meta de inflación de 2,5 por ciento, con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo. Las acciones del BCRP están orientadas a alcanzar dicha meta.

La inflación es perjudicial para el desarrollo económico porque impide que la moneda cumpla adecuadamente sus funciones de medio de cambio, de unidad de cuenta y de depósito de valor.

Asimismo, los procesos inflacionarios desalientan la inversión y favorecen la especulación, ya que el sistema de precios de la economía se distorsiona y se produce una asignación ineficiente de recursos. Más aún, al desvalorizarse la moneda con alzas generalizadas y continuas de los precios de los bienes y servicios, se perjudica principalmente a aquellos segmentos de la población con menores ingresos debido a que éstos no tienen un fácil acceso a mecanismos de cobertura contra un proceso inflacionario. De esta manera, al mantener una baja tasa de inflación, el BCRP crea las condiciones necesarias para un normal desenvolvimiento de las actividades económicas, lo que contribuye a alcanzar mayores tasas de crecimiento económico sostenido.

### **2. ¿Cuáles son las funciones del BCRP?**

Además de establecer el objetivo del Banco Central, la Constitución también le asigna funciones permitiendo que el BCRP pueda alcanzar su objetivo. Estas funciones son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, emitir billetes y monedas, e informar periódicamente al país sobre las finanzas nacionales.

### **3. ¿En qué consiste la autonomía del Banco Central de Reserva del Perú?**

Para que el BCRP pueda lograr su objetivo, es necesario que sea autónomo. Es decir, es indispensable garantizar que las decisiones del Banco Central de Reserva se orientan a cumplir el mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria, sin desvíos en la atención de dicho objetivo encomendado.

Esta autonomía está enmarcada en la Ley Orgánica del BCRP. En ésta se establece que un Director del Banco Central no puede ser removido de su cargo, salvo que cometa un delito o falta grave. Estas faltas graves están estipuladas en la Ley Orgánica, e incluyen:

- Conceder financiamiento al Tesoro Público, exceptuando la compra en el mercado secundario de valores emitidos por éste hasta por un monto anual equivalente al 5 por ciento del saldo de la base monetaria al cierre del año anterior;
- Conceder financiamiento a instituciones financieras estatales de fomento;
- Asignar recursos para la constitución de fondos especiales que tengan como objetivo financiar o promover alguna actividad económica no financiera;
- Emitir títulos, bonos o certificados de aportación que sean de adquisición obligatoria;
- Imponer coeficientes sectoriales o regionales en la composición de la cartera de colocaciones de las instituciones financieras;
- Establecer regímenes de tipos de cambio múltiples o tratamientos discriminatorios en las disposiciones cambiarias.
- Extender avales, cartas-fianza u otras garantías, y emplear cualquier otra modalidad de financiamiento indirecto, así como otorgar seguros de cualquier tipo.

Estas prohibiciones permiten al Banco Central de Reserva contar con independencia operativa para conducir su política monetaria. Es decir, no está sujeto a restricciones fiscales (como financiar al Tesoro Público) o de otra índole que le impidan cumplir con su objetivo.

### **4. ¿Quién es la máxima autoridad institucional del BCRP?**

El Directorio es la máxima autoridad institucional. Le corresponde determinar las políticas a seguir para la consecución de la finalidad del Banco, y es responsable de la dirección general de las actividades de éste.

El Directorio está compuesto por 7 miembros. Los Poderes Ejecutivo y Legislativo designan cada uno a tres miembros del Directorio. El Presidente del Directorio es designado por el Poder Ejecutivo y ratificado por la Comisión Permanente del Congreso.

Los Directores no representan a entidad ni interés particular alguno y la duración de sus cargos es el período constitucional que corresponde al del Presidente de la República.

El Gerente General tiene a su cargo la dirección inmediata del funcionamiento del Banco, tanto en su aspecto técnico como administrativo.

### **5. ¿Cuál es la meta del BCRP?**

La meta del BCRP es alcanzar una tasa de inflación de 2,5 por ciento acumulada en cada año calendario, con un margen de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo.

El nivel fijado para la meta de inflación permite a la economía desenvolverse sin presiones inflacionarias o deflacionarias, de manera consistente con la estabilidad monetaria, y es similar al de otros bancos centrales con monedas estables.

### **6. ¿Cómo se diseña la política monetaria para lograr la meta de inflación?**

El anuncio de una meta cuantitativa de inflación, la toma de decisiones de política monetaria de manera anticipada para poder alcanzarla, y la comunicación al público de la racionalidad de las mismas, constituyen la parte principal del marco bajo el que opera el Banco Central para preservar la estabilidad monetaria.

Consistente con estos criterios, el Banco Central de Reserva sigue un esquema de Metas Explícitas de Inflación (*"inflation targeting"*) desde el año 2002. Bajo este esquema, el Banco Central anuncia una meta de inflación (2,5 por ciento, +/- 1 punto porcentual), medida como la variación porcentual del Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana (IPC) y calculada por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). El anuncio y cumplimiento sistemático de esta meta permiten anclar la expectativa de inflación del público en este nivel.

Para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios, el Banco Central busca prever posibles desviaciones de la tasa de inflación respecto de la meta. Esta anticipación se debe a que las medidas que tome el BCRP afectarán a la tasa de inflación principalmente luego de algunos trimestres.

Las medidas de política monetaria corresponden a modificaciones en la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario, de manera similar a la del resto de bancos centrales que siguen este esquema. Dependiendo de las condiciones de la economía (presiones inflacionarias o deflacionarias), el BCRP modifica la tasa de interés de referencia de manera preventiva para mantener la inflación en el nivel de la meta.

El Banco, a comienzos de cada año, publica el calendario en donde el Directorio del BCRP tomará las decisiones de política monetaria, las cuales corresponden, por lo general, a la primera reunión del Directorio en cada mes. Estos acuerdos y medidas se anuncian de manera inmediata al público en una Nota de Prensa, en la que se resume la razón principal que sustenta las decisiones tomadas. La Nota de Prensa se publica en el *website* del Banco Central (<http://www.bcrp.gob.pe>).

Para que la meta de inflación sea creíble y logre su propósito de anclar las expectativas de inflación, es importante que el BCRP comunique al público cómo intenta alcanzarla y los argumentos que sustentan sus decisiones. Por ello,

adicionalmente a la Nota de Prensa, el Banco Central publica cada cuatro meses en su *websíte* un Reporte de Inflación. En este documento se analiza la evolución reciente que ha tenido la tasa de inflación y las decisiones adoptadas por el BCRP. Asimismo, se comparte la visión que tiene el banco central sobre la evolución de las variables económicas, y cómo podría influir sobre la trayectoria futura de la tasa de inflación. El Reporte de Inflación da cuenta también de los principales factores que el Banco Central considera que pueden desviar la inflación en un sentido u otro, a lo que se denomina balance de riesgos.

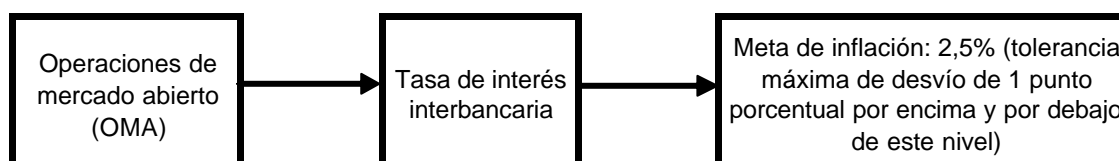
Tomando en cuenta estas previsiones que se publican en el Reporte de Inflación, el Banco Central de Reserva toma sus decisiones de manera transparente y consistente con su objetivo, por lo que es usual que las notas de prensa mensuales sobre las decisiones de política monetaria tomen como referencia o hagan alusión a dicho Reporte.

### 7. ¿Qué es la tasa de interés interbancaria?

La tasa de interés interbancaria es aquella que se cobra en los préstamos entre bancos. Estas operaciones son de muy corto plazo, generalmente a un día, y sirven para que la liquidez fluya transitoriamente desde bancos con excedentes hacia aquellos con faltantes. Dado el dinamismo de los pagos de alto valor a través del sistema bancario (compensaciones de cheques y otras transacciones del público), es común que el tamaño de los mercados interbancarios sea relativamente grande.

Las operaciones monetarias de los bancos centrales (operaciones de mercado abierto) determinan el volumen agregado de fondos de este mercado, por lo que la tasa interbancaria está directamente influenciada por dichas transacciones. Es por ello que muchos bancos centrales, incluyendo al BCRP, utilizan la tasa de interés del mercado interbancario (o una tasa de muy corto plazo vinculada a ésta) como meta operativa de su política monetaria. En estos casos, los bancos centrales deciden un nivel de referencia para la tasa de interés interbancaria que esté de acuerdo con el objetivo de la política monetaria.

En nuestro caso particular, el Banco Central busca que el nivel de la tasa de interés interbancaria sea consistente con una tasa de inflación de 2,5 por ciento (con un margen de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo).



### 8. ¿Cómo hace el BCRP para que la tasa de interés interbancaria se sitúe en el nivel de referencia que fija el Directorio?

El BCRP realiza operaciones de mercado abierto para inducir que la tasa de interés interbancaria se sitúe en el nivel de la tasa de interés de referencia. Con estas operaciones se modifica la oferta de fondos líquidos en el mercado interbancario, inyectando o esterilizando liquidez según se observen presiones al alza o a la baja respecto al nivel de la tasa de interés de referencia.

Las operaciones de mercado abierto son las siguientes:

- a. De inyección. Se dan cuando existe escasez de fondos líquidos en el mercado interbancario, para evitar presiones al alza sobre la tasa de interés interbancaria por encima de la tasa de interés de referencia. Para inyectar liquidez, el Banco Central otorga fondos líquidos a las entidades financieras a cambio de títulos valores. Estas operaciones se realizan mediante subastas de repos (compra temporal de CDBCRP o de bonos del Tesoro Público, con compromiso de recompra) entre las entidades financieras, por lo general a un plazo de un día.
- b. De esterilización. Se efectúan cuando existe exceso de fondos líquidos en el mercado interbancario, para evitar presiones a la baja sobre la tasa de interés interbancaria, por debajo de la tasa de interés de referencia. Para retirar liquidez e inducir a la tasa de interés hacia arriba, el banco central realiza subastas de Certificados de Depósito del BCRP (CDBCRP) entre las entidades financieras: las entidades financieras le entregan fondos líquidos al Banco Central (se esteriliza el exceso de liquidez) a cambio de que éste les dé títulos valores que pagan una tasa de interés.

### **9. ¿Qué son las facilidades de ventanilla que otorga el BCRP a las entidades financieras?**

Las facilidades de ventanilla son operaciones que una entidad financiera puede realizar con el Banco Central si, al finalizar las operaciones en el mercado interbancario, requiere fondos líquidos o tiene un excedente de los mismos.

Estas operaciones de ventanilla constituyen un costo de oportunidad para los préstamos que se efectúan en el mercado interbancario. Cuando el BCRP otorga fondos líquidos a través de las operaciones de ventanilla, se le cobra a la entidad financiera una tasa de interés por encima de la tasa de interés de referencia. Por el contrario, si una entidad financiera tiene un excedente de liquidez al finalizar las operaciones interbancarias, puede acudir al Banco Central y obtener una tasa de interés por estos fondos líquidos, la cual será inferior a la tasa de interés de referencia.

Las operaciones de ventanilla son las siguientes:

- a. De inyección. Se dan cuando una entidad financiera requiere fondos líquidos y no los pudo conseguir en el mercado interbancario en las condiciones que deseaba. El BCRP le puede proporcionar los fondos que la entidad financiera demanda a través de repos directas (compra temporal de CDBCRP o de bonos del Tesoro Público, con compromiso de recompra), créditos de regulación monetaria (CRM, con garantía de títulos valores), o *swaps* de moneda extranjera (compra temporal de moneda extranjera, con compromiso de recompra): a cambio de títulos valores (repos directas) o moneda extranjera (*swaps*), o mediante un préstamo con garantía (CRM), el Banco Central le otorga fondos líquidos a la entidad financiera. Por esta operación, el BCRP le cobra a la entidad financiera una tasa de interés superior a la de referencia.
- b. De esterilización. Se efectúan cuando una entidad financiera cuenta con un excedente de fondos líquidos que no pudo colocar en el mercado interbancario en las condiciones que deseaba. El BCRP puede retirar este excedente de liquidez permitiéndole a la entidad financiera realizar un depósito *overnight* (por un día útil) en el Banco Central. Por esta operación, la entidad financiera obtiene del BCRP una tasa de interés inferior a la de referencia.

Dado que:

- el Banco Central realiza sus operaciones de mercado abierto buscando que la tasa de interés interbancaria se ubique en el nivel de referencia,
- el costo de oportunidad para una entidad financiera de transar fondos líquidos en el mercado interbancario es acudir a las facilidades de ventanilla, y que
- la tasa de interés de referencia es menor que la tasa de interés de las operaciones de ventanilla de inyección, y mayor que la de esterilización,

la entidad financiera preferirá transar en el mercado interbancario, en el cual podría conseguir o colocar fondos líquidos a una tasa de interés más conveniente. A marzo de 2005, la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario es 3,0 por ciento. Este nivel corresponde al centro del corredor de referencia formado por la tasa de interés activa de ventanilla (3,75 por ciento) y la de depósitos *overnight* (2,25 por ciento).

Las tasas de interés de las operaciones de ventanilla se anuncian en la Nota de Prensa que cada mes publica el BCRP en su *website*, junto con la tasa de interés de referencia.

### **10. ¿Cómo se relaciona la tasa de interés interbancaria con las tasas de interés para ahorros y préstamos?**

Las tasas de interés para ahorros y préstamos están determinadas por los mercados, no por el Banco Central. Sin embargo, éste puede inducir cambios en las mismas.

El Banco Central es el principal ofertante de fondos líquidos. Dado que estos fondos son transados en el mercado interbancario, es la tasa de interés de las operaciones que se realizan en éste sobre la que el BCRP tiene mayor influencia. De esta manera, el Banco Central tiene una alta capacidad de inducir cambios en la tasa de interés de más corto plazo (*overnight*).

En los demás mercados, en donde se transan activos menos líquidos y más riesgosos, la importancia de factores ajenos a la política monetaria en la determinación de las tasas de interés es mayor. Sin embargo, el banco central puede inducir cambios graduales en las tasas de interés para operaciones con plazos mayores a través de su influencia sobre la tasa de interés de más corto plazo, ya que esta última sirve como referencia para la formación de las primeras.

El efecto que el BCRP tiene sobre las tasas de interés relevantes en las decisiones de gasto del público, a través de cambios en la tasa de interés de corto plazo, es más potente en la medida que el ruido inflacionario es menor. Por ello, el esquema actual de Metas Explícitas de Inflación, al anclar las expectativas de inflación del público en el nivel de la meta, contribuye a aumentar la potencia de la política monetaria a través del canal de tasas de interés.

### **11. ¿El BCRP debería establecer controles sobre las tasas de interés de las operaciones bancarias para reducirlas?**

La experiencia ha mostrado que los controles sobre las tasas de interés de las operaciones bancarias reducen la intermediación financiera y favorecen su informalidad. En el caso del crédito, por ejemplo, las pequeñas y medianas empresas tendrían como única opción el crédito informal, no sujeto a controles, en el que

generalmente las tasas de interés en moneda local y extranjera son significativamente mayores.

De esta manera, los controles sobre las tasas de interés impiden que el mercado asigne eficientemente los recursos desde agentes con excedentes (ahorristas) hacia aquellos que los requieren (demandantes de créditos). Esto desalienta el ahorro y perjudica el crecimiento de la actividad económica.

El esquema de libre competencia del sistema financiero -sin controles de tasas de interés- ha permitido revertir el proceso de represión financiera que redujo el acceso de la población al mercado financiero. Así, el crédito al sector privado pasó de representar el 3 por ciento del producto bruto interno al comienzo de la década de los noventa a 24 por ciento del producto bruto interno en el segundo semestre de 2004.

Los niveles de las tasas de interés se han reducido en paralelo con los niveles esperados de inflación. Sin embargo, el nivel de la tasa de interés real depende también del riesgo país y de factores microeconómicos como el riesgo crediticio, el costo de la cartera atrasada y los costos operativos de intermediación, factores que la política monetaria no controla.

### ***12. ¿Qué tipo de dolarización está presente en nuestra economía?***

La moneda cumple tres funciones: medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. El tipo de dolarización dependerá de qué función el público asigna principalmente a la moneda extranjera. En nuestra economía, la moneda doméstica cumple principalmente las dos primeras funciones, pero la tercera es ejercida mayormente por la extranjera.

Dado que la moneda que usualmente se emplea como depósito de valor es la extranjera, la dolarización en Perú es del tipo financiero. Esta dolarización financiera es una respuesta a las experiencias pasadas en las que se registraron altas y volátiles tasas de inflación, las que desvalorizaban la moneda doméstica. Dada la ausencia de instrumentos financieros que permitieran cubrir el riesgo de inflación, se incrementó la preferencia por la moneda extranjera como depósito de valor.

En los últimos años, la dolarización financiera ha registrado una continua reducción. Así, el coeficiente de dolarización de las obligaciones del sistema bancario con el sector privado se ha reducido de 70 por ciento en el año 2000 a 55 por ciento en el 2004.

La reducción de la dolarización financiera ha sido favorecida por el esquema de Metas Explícitas de Inflación, pues éste conlleva un compromiso permanente, claro y creíble con el mantenimiento del poder adquisitivo del sol a lo largo del tiempo.

### ***13. ¿Es inefectiva la política monetaria cuando existe una alta dolarización?***

Si bien es cierto que la moneda doméstica ha sido parcialmente desplazada como depósito de valor, cumple con sus funciones de medio de pago y unidad de cuenta. Esto se refleja en el pago de remuneraciones y en las transacciones de bienes y servicios con mayor importancia en la canasta del consumidor promedio, en las que la moneda doméstica es la más empleada. Por lo tanto, la dolarización de pagos es relativamente menos importante, con lo que la moneda local cumple su función de medio de pago. En el mismo sentido, los precios de la mayoría de bienes y servicios están expresados en soles y no están indizados al dólar.

De esta manera, la política monetaria cuenta con espacio para poder lograr el objetivo de preservar la estabilidad monetaria, tal como lo muestra el registro de cumplimiento de la meta de inflación. La gradual recuperación de la tercera función de la moneda doméstica (depósito de valor) incrementará la efectividad de la política monetaria.

#### **14. ¿Qué riesgos ocasiona la dolarización financiera a la economía?**

La dolarización financiera implica riesgos para la economía pues genera dos tipos de descalce en el balance de los agentes económicos: de moneda y de plazos.

En el caso del descalce de moneda, se genera un riesgo de tipo de cambio. Las familias y empresas no financieras tienen, por lo general, ingresos en moneda local. Sin embargo, sus deudas con el sistema financiero están denominadas principalmente en moneda extranjera. Este descalce de monedas implica que una depreciación significativa e inesperada de la moneda doméstica elevaría el monto de sus obligaciones (en términos de soles), sin un incremento similar en los ingresos. Este efecto se denomina “hoja de balance”.

En el caso del descalce de plazos, se genera un riesgo de liquidez. Las entidades financieras tienen obligaciones en moneda extranjera (depósitos del público y adeudados con el exterior) cuyo plazo de vencimiento es normalmente menor, en promedio, al de sus colocaciones. Esto genera un descalce de plazos y, así, un riesgo de liquidez. Si bien éste es un fenómeno inherente a los sistemas bancarios, el riesgo de liquidez es mayor cuando la intermediación no es en la moneda local, es decir, cuando el banco central que emite la moneda intermediada es extranjero.

Debido a estos riesgos, una economía con dolarización financiera es más vulnerable a variaciones bruscas del tipo de cambio. Por ello, el Banco Central de Reserva ha tomado medidas que permiten enfrentar estos riesgos. Un primer grupo de medidas está orientado a reducir la dolarización financiera. Entre éstas se encuentran el esquema de metas de inflación, que favorece la recuperación de la confianza en la moneda local, y el desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo en moneda doméstica.

Un segundo grupo de medidas está orientado a que la economía cuente con una capacidad de respuesta adecuada en situaciones de fuertes presiones de depreciación sobre la moneda doméstica o de restricción de liquidez en moneda extranjera. Entre estas medidas se encuentran el que el BCRP cuente con un alto nivel de reservas internacionales; un sistema bancario con un alto nivel de activos líquidos en moneda extranjera; y un del régimen de flotación cambiaria que permita la reducción de fluctuaciones bruscas del tipo de cambio.

Es importante mencionar que una sólida posición fiscal y una adecuada supervisión bancaria también reducen los riesgos asociados a la dolarización financiera.

#### **15. ¿Qué son las reservas internacionales netas?**

Las reservas internacionales netas son la diferencia entre los activos externos líquidos y los pasivos internacionales de corto plazo del BCRP. Constituyen la liquidez internacional con que cuenta un país para enfrentar choques macroeconómicos adversos. Las RIN se pueden dividir en tres conceptos:

- la posición de cambio del BCRP, que representa principalmente la contrapartida de los saldos de emisión primaria y de CDBCRP,



- los depósitos en moneda extranjera de las entidades financieras en el Banco Central, constituidos principalmente por los requerimientos de encaje en esta moneda, y
- los depósitos en moneda extranjera del sector público en el Banco Central.

Al 31 de diciembre de 2004, la posición de cambio del BCRP (US\$ 6 639 millones) representó el 53 por ciento de las reservas internacionales netas, mientras que los depósitos de las entidades financieras (US\$ 2 915 millones) representaron el 23 por ciento. Por su parte, los depósitos del sector público en el BCRP (US\$ 3 120 millones) alcanzaron el 25 por ciento de las reservas internacionales netas.

#### **16. ¿Por qué son importantes las reservas internacionales netas?**

La creciente globalización financiera implica una mayor movilidad de capitales en nuestra economía que no siempre está asociada a los fundamentos económicos (disciplinas fiscal y monetaria). En algunos casos este flujo de capitales se da como resultado del “contagio” por sucesos adversos ocurridos en otros países. En estas circunstancias, siempre existe la posibilidad de una eventual salida abrupta de capitales y para poder hacer frente a los efectos que ésta tendría, se requiere disponer de activos líquidos en moneda extranjera.

En los años 70s y 80s, los indicadores de liquidez internacional ponían énfasis en la capacidad potencial que tenía un país para financiar un determinado número de meses de importaciones (coeficiente de reservas internacionales sobre importaciones). Desde los años 90s, debido a la creciente globalización e integración de los mercados de capitales, el énfasis se ha dirigido hacia indicadores de liquidez internacional que reflejen la capacidad que tiene un país para afrontar sus obligaciones financieras de corto plazo. Así, al 31 de diciembre de 2004, las reservas internacionales netas (US\$ 12 631 millones) representaron 2,4 veces las obligaciones externas de vencimiento a un año de los sectores público y privado.

#### **17. ¿Qué es el requerimiento de encaje?**

El requerimiento de encaje se define como las reservas de activos líquidos que los intermediarios financieros deben mantener para fines de regulación monetaria por disposición del Banco Central de Reserva. El BCRP establece que las entidades financieras mantengan como fondos de encaje un porcentaje de sus obligaciones, tanto en moneda doméstica como extranjera. Estos fondos de encaje pueden constituirse bajo la forma de efectivo, que se encuentra en las bóvedas de las entidades financieras, y como depósitos en cuenta corriente en el Banco Central.

Las normas vigentes distinguen entre el encaje legal y el encaje adicional. El primero no es remunerado y asciende a 6 por ciento del volumen promedio de los pasivos de las entidades financieras para cada período de encaje. Como parte de este 6 por ciento, no menos del 1 por ciento del volumen de pasivos debe encajarse bajo la forma de depósitos en cuenta corriente en el Banco Central. El segundo, cuando es exigido, devenga remuneraciones en forma de intereses.

Para el caso de las obligaciones en moneda doméstica, el Banco Central exige únicamente el encaje legal, no remunerado. Para las obligaciones denominadas en moneda extranjera se exige, además, un encaje adicional remunerado. Esto se debe a que el Banco Central no emite moneda extranjera, como sí lo puede hacer en el caso del sol. Por ello, es prudente contar con un mayor volumen de activos líquidos en

moneda extranjera, que le permite al BCRP apoyar al sistema financiero en eventuales casos de iliquidez en esta moneda.

El cálculo del requerimiento de encaje es mensual. Los fondos que las entidades financieras deben mantener como requerimiento de encaje dentro de un mes se denominan encaje exigible. Para calcularlo se determina primero qué obligaciones de la entidad están sujetas a esta exigencia.

El promedio diario en el mes del total de obligaciones sujetas a encaje en moneda extranjera se denomina TOSE promedio en moneda extranjera. Esta variable se compara con el TOSE promedio en moneda extranjera del período base, el que actualmente es setiembre de 2004.

- Para el TOSE promedio de la entidad financiera hasta un monto equivalente al registrado en el período base se aplica una tasa de encaje que resulta de dividir el encaje exigible del período base entre el TOSE promedio del mismo mes. Como promedio para la banca, la tasa de encaje exigible en setiembre de 2004 fue 31,2 por ciento.
- Por el exceso de TOSE promedio del mes respecto al del período base se aplica la tasa marginal de encaje. Desde noviembre de 2004 ésta se sitúa en 30 por ciento. De esta manera, una modificación de la tasa marginal de encaje sólo afecta al incremento de las obligaciones en moneda extranjera de las entidades financieras respecto al período base, no a los saldos vigentes.

La suma de estos dos montos constituye el encaje exigible, esto es, el saldo promedio diario de fondos de encaje que cada entidad financiera está obligada a mantener como mínimo en cada mes. La tasa que resulta de dividir el encaje exigible entre el TOSE promedio del mismo mes es conocida como la tasa media de encaje.

Cabe mencionar que los activos líquidos expresados en moneda extranjera no pueden constituir encaje de las obligaciones en moneda doméstica, y viceversa.

### ***18. ¿Cuál es el papel del requerimiento de encaje en moneda extranjera?***

El alto requerimiento de encaje en moneda extranjera es uno de los mecanismos con los que cuenta la política monetaria para enfrentar los mayores riesgos de liquidez que tiene un sistema financiero dolarizado, dado que el Banco Central de Reserva no es emisor de moneda extranjera.

El requerimiento de encaje en moneda extranjera, en primer lugar, tiene un carácter preventivo: al hacer más costosa la intermediación financiera en moneda extranjera respecto a la que se realiza en moneda doméstica, incentiva que las entidades del sistema interioricen el costo potencial que implica la dolarización financiera y los consiguientes riesgos de tipo de cambio y de liquidez. En segundo lugar, el uso de los fondos de encaje en moneda extranjera le permite al Banco Central cumplir un rol de prestamista de última instancia de una moneda que no emite, pero que es ampliamente utilizada en el sistema financiero como depósito de valor.

A partir de abril de 2004 se incluyó a los adeudados externos dentro del concepto de obligaciones de las entidades financieras que están sujetas al requerimiento de encaje. Esta medida homogeniza el trato a las obligaciones domésticas y externas en moneda extranjera del sistema financiero. Así, la regulación reconoce que tanto la dolarización financiera doméstica (obligaciones en moneda extranjera con residentes)

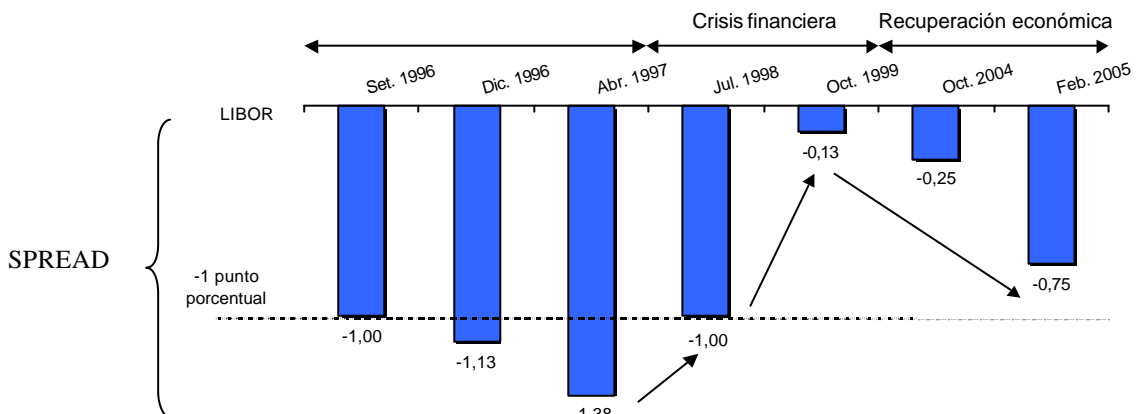
como externa (obligaciones en moneda extranjera con no residentes) constituyen riesgos para la economía que deben ser interiorizados por las entidades financieras, y para los que se necesita mantener activos líquidos.

La ampliación de las obligaciones que están sujetas al requerimiento de encaje no debe confundirse con un control de capitales. A diferencia de los controles de capitales, que se aplican sobre el total de pasivos externos del sector privado, el requerimiento de encaje en moneda extranjera se aplica sobre las obligaciones de las entidades financieras en esta moneda de manera independiente a su origen (local o externo).

### 19. ¿Qué es la tasa de remuneración al encaje en moneda extranjera?

El Banco Central remunera los fondos que constituyen el encaje adicional en moneda extranjera, es decir, la diferencia entre el encaje exigible en moneda extranjera y el encaje mínimo legal en la misma moneda (6 por ciento del TOSE promedio). La tasa de remuneración al encaje en moneda extranjera es la tasa de interés que el Banco Central de Reserva paga a los bancos por los fondos de encaje. Esta tasa de interés se expresa como un *spread* respecto a la tasa LIBOR para préstamos interbancarios a tres meses en dólares. Desde febrero de 2005, esta retribución es igual a la tasa de interés LIBOR-0,75 puntos porcentuales.

En el siguiente gráfico se puede apreciar la evolución del *spread* de la tasa de remuneración al encaje en moneda extranjera en los últimos años.



Como se puede apreciar, la tasa de remuneración se ubicó en niveles menores al vigente (entre LIBOR-1 y LIBOR-1,38) durante el período 1996-1999, con lo que se buscaba desincentivar la dolarización.

Con la crisis financiera internacional de 1998, el BCRP elevó en dos oportunidades la tasa de remuneración al encaje en moneda extranjera hasta alcanzar la tasa LIBOR-0,13, como parte de un conjunto de medidas para mejorar la liquidez en moneda extranjera de la banca. Con ello se buscaba incentivar la recuperación de la intermediación financiera en esta moneda, en una coyuntura de contracción y deterioro del crédito bancario. La mencionada crisis se reflejó en un aumento de la cartera atrasada de los bancos, que pasó de niveles de 5 por ciento antes de la crisis a niveles de alrededor de 10 por ciento durante los siguientes 3 años.

Con la recuperación económica se ha superado la coyuntura de restricción crediticia iniciada en 1998, y la banca se ha vuelto más sólida (con una cartera atrasada menor a 4 por ciento). En este contexto, el Banco Central ha reducido recientemente la tasa de remuneración al encaje en dos oportunidades, dentro del conjunto de medidas que ha venido implementando para incentivar el proceso de desdolarización de los créditos. Es importante que este proceso se profundice, dado que reduce la vulnerabilidad de la economía, asociada al riesgo de tipo de cambio.

Este riesgo cambiario, asociado al descalce entre ingresos (en soles) y obligaciones (en moneda extranjera), algunas veces no es percibido adecuadamente por los intermediarios financieros y los demandantes de financiamiento, por lo que se requieren medidas que internalicen dichos riesgos. Al respecto, la Superintendencia de Banca y Seguros ha adoptado medidas en igual sentido.

### ***20. ¿Por qué realiza el BCRP operaciones cambiarias?***

El BCRP efectúa compras o ventas de moneda extranjera en el mercado cambiario a través de su mesa de negociaciones y con el fisco, principalmente.

A través del efecto “hoja de balance”, el descalce de monedas asociado a la dolarización financiera tiene consecuencias negativas sobre la actividad económica. Para minimizar el riesgo cambiario que genera este descalce de monedas, el BCRP interviene en el mercado cambiario buscando evitar una excesiva volatilidad del tipo de cambio, suavizando sus movimientos, sin compromiso con algún nivel del mismo.

El compromiso con un nivel determinado para el tipo de cambio podría no ser consistente con la meta de inflación del Banco Central, restándole credibilidad. Asimismo, es inconveniente que el Banco Central busque eliminar totalmente la volatilidad del tipo de cambio, ya que se podría incentivar a que los agentes económicos no interioricen los riesgos de ahorrar o endeudarse en moneda extranjera.

En el caso de las compras de moneda extranjera, se logra además fortalecer la posición de reservas internacionales. Cabe señalar que, con cierta regularidad, el BCRP le vende dólares al Tesoro Público, principalmente para el pago de deuda externa. Comúnmente, estas ventas son compensadas con compras en el mercado cambiario.

### ***21. ¿Por qué es importante el desarrollo de instrumentos de largo plazo en soles?***

El desarrollo de instrumentos de largo plazo en moneda doméstica permite reducir la dolarización financiera, en tanto se generan medios para ahorrar y financiarse en moneda local. Esto implica una menor vulnerabilidad de la economía. Asimismo, se incrementa la efectividad de la política monetaria para lograr el objetivo de estabilidad monetaria.

Para que se desarrollen estos instrumentos de largo plazo en soles, es necesario que existan operaciones similares, en moneda y plazo, realizadas por un agente económico de bajo riesgo crediticio. De esta manera se puede contar con tasas de interés que sirvan como referencia para el mercado. Usualmente, este papel es cumplido por el Tesoro Público.

Adicionalmente, al hacer predecible la tasa de inflación futura, el esquema actual de Metas Explícitas de Inflación contribuye a reducir la incertidumbre sobre la inflación futura en la formación de tasas de interés para operaciones en moneda doméstica de plazos largos. Esto favorece la emisión de instrumentos en soles de largo plazo.

### 22. ¿Qué es la emisión primaria?

La emisión primaria es el conjunto de billetes y monedas en poder del público y de las entidades financieras.

Las operaciones monetarias para proveer (o retirar) fondos de la economía se orientan a mantener la tasa de interés interbancaria en el nivel de la tasa de interés de referencia, por lo que la emisión monetaria se adecua a la demanda de dinero de los agentes económicos. Esta demanda de moneda local está influenciada por factores tales como el proceso de desdolarización financiera y el crecimiento de la actividad económica.

### 23. ¿Un crecimiento de la emisión primaria se traduce necesariamente en mayor inflación?

Un aumento del crecimiento de la emisión primaria (o del circulante) no se traduce necesariamente en un aumento de la misma magnitud en la tasa de inflación en el corto plazo, como sugiere la evidencia internacional.

Existe amplio consenso en la literatura económica en torno a que en el largo plazo el dinero es neutral (no afecta el nivel de producto ni otras variables reales) y que la inflación es un fenómeno monetario. Sin embargo, los recientes desarrollos teóricos y los esquemas de política monetaria aplicados actualmente por la mayoría de bancos centrales no consideran preponderante el comportamiento del dinero en la explicación de la dinámica de corto plazo de la inflación.

El análisis de la evolución del crecimiento de la emisión y del circulante en la economía peruana en lo que va de la presente década revela que los agregados monetarios no han mostrado una estrecha relación con la evolución de la inflación. En particular, se observa que un mayor crecimiento de la emisión primaria no se ha traducido en mayor inflación, principalmente en el caso del año 2004.

#### Relación entre emisión, circulante e inflación en el Perú:

2000 - 2004. <sup>1/</sup>

(Variaciones porcentuales últimos 12 meses)

Año	Emisión	Circulante	Inflación
2000	-4,0	-2,0	3,7
2001	7,9	9,0	-0,1
2002	11,0	13,5	1,5
2003	10,1	13,5	2,5
2004	25,3	26,1	3,5

<sup>1/</sup> Datos fin de período.

#### Gerencia de Estudios Económicos

