

Recuadro 7
EL ENCAJE COMO INSTRUMENTO COMPLEMENTARIO DE POLÍTICA MONETARIA

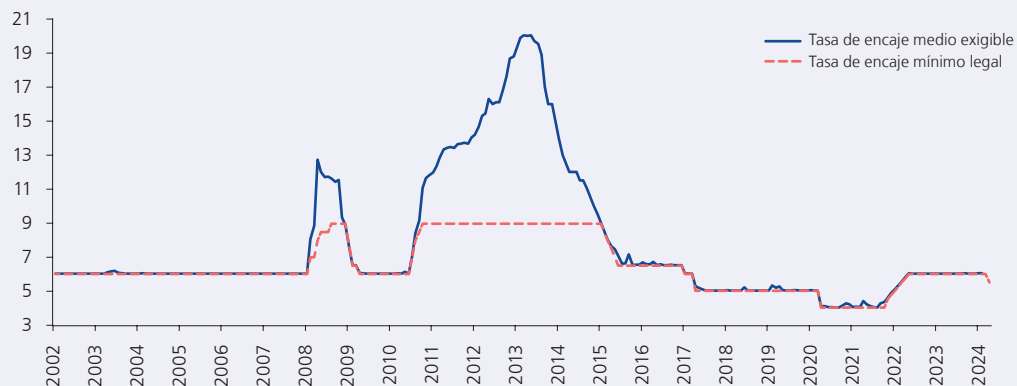
La tasa de requerimiento de encaje es un instrumento tradicional de política monetaria, el cual se utiliza desde los inicios de la banca central a nivel mundial⁵¹. Se define como tasa de encaje a aquella proporción de los depósitos captados que los bancos no pueden otorgar como préstamos y, más bien, deben mantener en reserva, ya sea como caja en bóveda o en su cuenta corriente en el banco central.

En el caso de Perú, donde existe aún cierto grado de dolarización financiera, se cuenta con requerimientos de encaje en soles y dólares, siendo este último más alto que el de moneda nacional (35 versus 5,5 por ciento), dado el mayor riesgo de liquidez de la moneda extranjera. Asimismo, desde 2007 el BCRP utiliza las tasas de encaje en ambas monedas de manera anticíclica y como medida macroprudencial, para de este modo complementar las acciones de política monetaria llevadas a cabo a través de la modificación de su tasa de interés de referencia. El BCRP también ha usado este instrumento, aplicando encajes adicionales, para impulsar la desdolarización del crédito y limitar la excesiva volatilidad en el mercado cambiario a través de encajes a derivados cambiarios.

Otros países también han aplicado medidas de encaje de forma anticíclica, especialmente durante periodos de importantes fluctuaciones en los flujos de capital, como se observó en Colombia y Brasil. El empleo de tasas de encaje tiene la capacidad, en primer lugar, de ajustar las condiciones financieras, al igual que las tasas de interés de referencia. Sin embargo, a diferencia de estas últimas, el uso de encajes no induce movimientos en los flujos de capital o en las posiciones del mercado cambiario. En segundo lugar, la utilización de encajes fortalece la eficacia de la tasa de interés de referencia como instrumento de política monetaria y permite cumplir con objetivos relacionados a la estabilidad financiera o las políticas macroprudenciales⁵².

TASAS DE ENCAJE MÍNIMO LEGAL Y ENCAJE MEDIO EN MONEDA NACIONAL*

(En puntos porcentuales)



*El gráfico incluye la última actualización de la tasa de encaje mínimo legal, que rige a partir de abril de 2024.
Fuente: BCRP.

El mecanismo de transmisión de los cambios en la tasa de encaje en la economía agregada opera a través del efecto en los depósitos (fondos prestables) y, consecuentemente, en el nivel de crédito. En este contexto, definimos el margen financiero como:

$$m_t = (i_t^a)(1 - e_t) + (e_t - e_t^{min})(r_t) - i_t^p$$

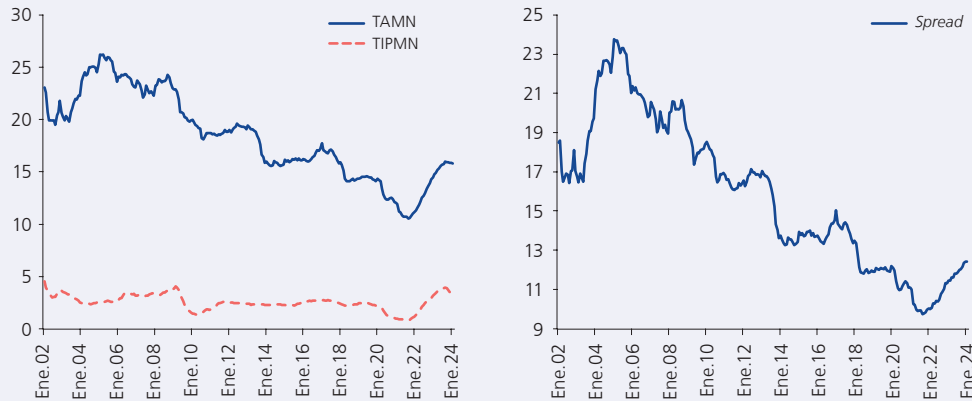
51 En el caso del BCRP, también se utilizaron los encajes desde su fundación y, posteriormente, luego de la misión Kemmerer en 1931. Ver: Pereyra (2022) y Pérez Forero (2022).

52 Ver Montoro y Moreno (2011), "The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America", BIS Quarterly Review, Marzo 2011.

donde, m_t corresponde al margen financiero por unidad monetaria intermediada (soles o dólares), i_t^a es la tasa de interés activa a la que el banco coloca el préstamo, e_t es la tasa de encaje media del banco, e_t^{min} es la tasa de encaje mínimo legal sobre la que se remunera el encaje adicional, r_t es la tasa de remuneración del encaje adicional y i_t^p corresponde a la tasa de interés pasiva que fija la entidad financiera.

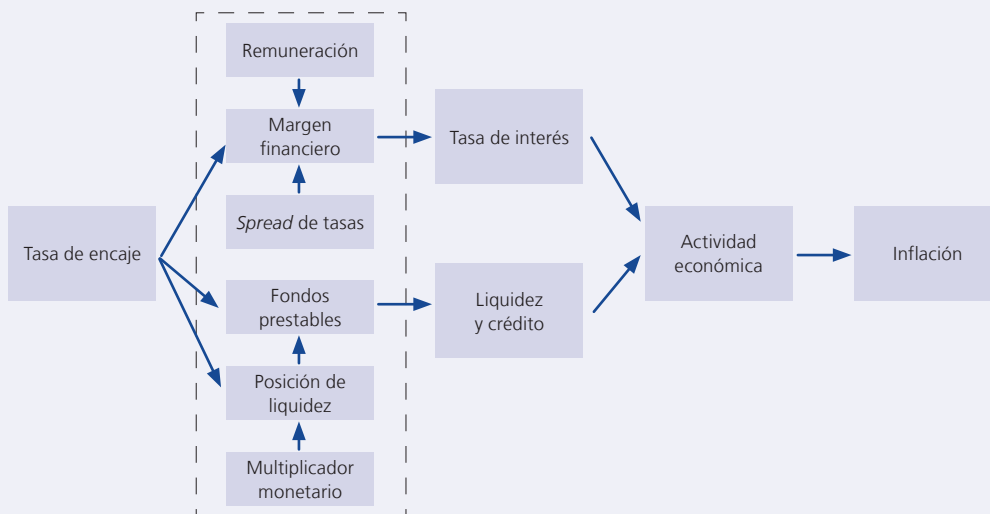
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL Y DIFERENCIAL

(En puntos porcentuales)



Así, si se mantiene el margen financiero m_t constante, los cambios en la tasa de encaje e_t se trasladarán a las tasas de interés activas y pasivas. La evidencia empírica asociada al comportamiento de las tasas de interés señala que las tasas pasivas registran un comportamiento mucho más inercial y persistente que las activas (ver gráfico anterior). Así, se puede asumir que el efecto inicial del cambio en la tasa de encaje se traslada principalmente a la tasa de interés activa i_t^a . Dados estos efectos, un(a) aumento (reducción) de la tasa de encaje provocará también un(a) incremento (caída) en la tasa de interés activa, afectando con ello el ritmo de expansión del crédito y con ello la actividad económica y la inflación. Una diferencia cualitativa importante en el canal de transmisión, respecto a la tasa de interés, es que el encaje no tiene un impacto directo sobre el tipo de cambio, al no afectar el diferencial de tasas entre monedas en el mercado monetario.

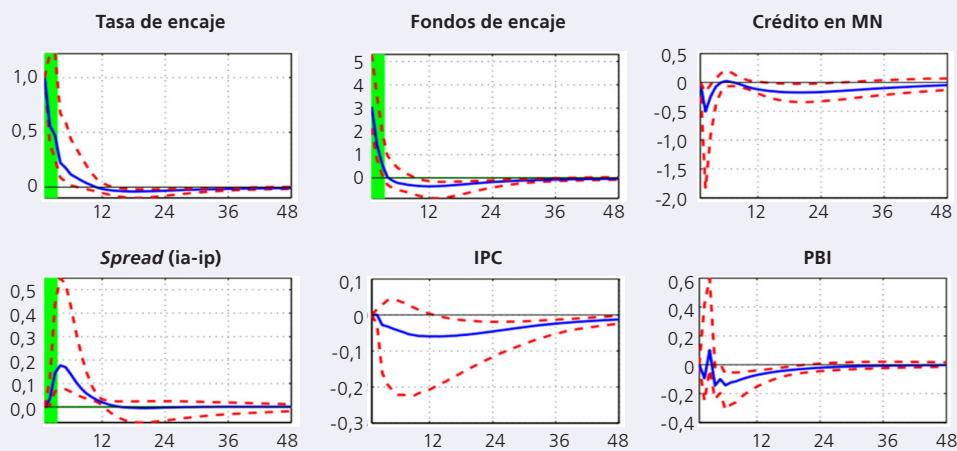
MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE REQUERIMIENTOS DE ENCAJE



Fuente: Armas, A. Castillo, P. y Vega, M. (2014): "Inflation Targeting and Quantitative Tightening: Effects of Reserve Requirements in Peru," Economía Journal, The Latin American and Caribbean Economic Association - LACEA, vol. 0 (Fall 2014), pages 133-175, June.



EFFECTOS DINÁMICOS DE LA ELEVACIÓN DE LA TASA DE ENCAJE EN 1%



Fuente: Pérez Forero, F. y Vega, M. (2014): "Efectos dinámicos de las tasas de interés y de encaje". Documento de Trabajo BCRP 2014-018. Las barras verdes indican las restricciones de signos de 3 meses

De acuerdo con la evidencia empírica, Pérez Forero y Vega (2014)⁵³ y Armas, Castillo y Vega (2014)⁵⁴ estiman que un aumento en la tasa de encaje en moneda nacional, al incrementar los fondos de encaje, eleva el *spread* entre las tasas activas y pasivas y reduce el nivel de crédito en moneda nacional (MN). Así, de manera similar a la tasa de interés, pero en menor magnitud, un incremento en la tasa de encaje afecta también el nivel de actividad económica y la inflación.

EPISODIOS DE ELEVACIÓN Y REDUCCIÓN DE ENCAJES EN MN

EPISODIOS DE ELEVACIÓN DE ENCAJES

Episodio	Encaje mínimo legal inicial-final (en porcentaje)	Encaje marginal inicial-final (en porcentaje)	Encaje medio inicial-final (en porcentaje)	Descripción del episodio
Ene.08-May.08	6-8,5	6-25	6-12	Entrada de capitales externos y turbulencia internacional
Jun.10-Oct.10	6-9	6-25	6-11,1	Normalización de política monetaria
Abr.12-May.12	9-9	25-30	15,4-16,3	Normalización de política monetaria

EPISODIOS DE REDUCCIÓN DE ENCAJES

Episodio	Encaje mínimo legal inicial-final (en porcentaje)	Encaje marginal inicial-final (en porcentaje)	Encaje medio inicial-final (en porcentaje)	Descripción del episodio
Set.08-Mar.09	9-6,5	25-6,5	11,4-6,5	Crisis Financiera Global
Jul.13-Jun.15	9-6,5	30-6,5	19,6-7,1	Salida de capitales externos y caída de precios de <i>commodities</i>
Dic-16-Abr.17	6,5-5	6,5-5	6,5-5,3	El Niño costero
Mar.20-Abr.20	5-4	5-4	5-4,1	COVID-19

Como parte del esquema de política monetaria, el BCRP ha flexibilizado en varias oportunidades el régimen de encaje en moneda nacional como complemento a la reducción de la tasa de referencia. Por ejemplo, entre setiembre de 2008 y marzo de 2009, a raíz de la Crisis Financiera Global; entre julio 2013 y junio

53 Mediante un modelo de vectores autorregresivos estructurales identificado con restricciones de signos y ceros.
 54 Armas, A., Castillo, P. y Vega, M. (2014) "Inflation Targeting and Quantitative Tightening: Effects of Reserve Requirements in Peru," *Economía Journal*, The Latin American and Caribbean Economic Association - LACEA, vol. 0(Fall 2014), pp. 133-175, June. Estos autores realizan un ejercicio contrafactual siguiendo a Pesaran y Smith (2016): "Counterfactual analysis in macroeconometrics: An empirical investigation into the effects of quantitative easing", *Research in Economics*, Volume 70, Issue 2, June 2016, pp. 262-280. Encuentran que elevar los requerimientos de encaje tiene los efectos deseados sobre las tasas de interés y los niveles de crédito, tanto en bancos como en instituciones financieras más pequeñas.

2015, en el episodio de salida de capitales de economías emergentes y caída de precios de *commodities*; entre diciembre 2016 y abril 2017, en un contexto de choques de El Niño costero; y en abril de 2020, debido a la pandemia del COVID-19. Por otro lado, el BCRP aumentó el encaje en varias oportunidades en episodios asociados a entradas de capitales y bajas tasas de interés internacionales (por ejemplo, entre enero y mayo de 2008; entre junio y octubre de 2010; y entre abril y mayo de 2012) y en el episodio de incremento de la inflación postpandemia (entre setiembre de 2021 y mayo de 2022).

Así, el régimen de encaje en moneda nacional se flexibilizó en abril de 2020 a raíz de la pandemia del COVID-19, con el objetivo de complementar la política monetaria expansiva implementada en esa coyuntura. En dicho mes se redujo la tasa de encaje mínimo legal y la tasa de encaje aplicada a las obligaciones sujetas al régimen general de 5,0 a 4,0 por ciento. Al mismo tiempo se redujo el nivel mínimo de depósitos en cuenta corriente que las entidades sujetas a encaje deben mantener como fondos de encaje de 1,0 a 0,75 por ciento del total de las obligaciones sujetas a encaje (TOSE).

Hacia setiembre de 2021 se empezaron a elevar nuevamente los requerimientos de encaje. En efecto, en dicho mes se incorporó una tasa de encaje marginal de 25 por ciento para las obligaciones sujetas al régimen general que excedan el nivel promedio del periodo base (julio de 2021). Además, se estableció una tasa media mínima de encaje de 4,0 por ciento aplicada a las obligaciones sujetas al régimen general, la cual se incrementó a 4,25 por ciento en octubre de 2021 y a 4,50 por ciento a partir de noviembre de 2021.

A partir de octubre de 2021 se incrementó el nivel mínimo de depósitos en cuenta corriente que las entidades sujetas a encaje deben mantener como fondos de encaje de 0,75 a 1,0 por ciento del TOSE, que es la tasa vigente. El encaje mínimo legal se incrementó de 4,0 a 4,5 por ciento en noviembre de 2021, a 4,75 por ciento en diciembre de 2021 y a 5,0 por ciento desde enero de 2022. Posteriormente, el encaje mínimo legal subió de 5,0 a 5,25 por ciento en febrero, a 5,5 por ciento en marzo de 2022, a 5,75 por ciento en abril de 2022 y a 6,0 por ciento desde mayo de 2022, que es el requerimiento vigente actualmente. Por otro lado, a partir de noviembre de 2021 se estableció que la tasa media de encaje de las obligaciones sujetas al régimen general tenga un límite máximo de 6 por ciento.

Dadas las actuales condiciones macroeconómicas y financieras, el BCRP redujo la tasa de encaje en soles a partir de abril de 2024 con el objetivo de complementar la reducción de la tasa de referencia que se ha realizado desde setiembre de 2023. Con esta modificación, la tasa de encaje mínimo legal de 5,5 por ciento se ubicaría por debajo de su valor más frecuente de 6,0 por ciento observado entre 2002 y enero de 2024, aunque por encima de la tasa mínima legal vigente en marzo de 2020 de 5,0 por ciento, antes del inicio de la pandemia del COVID-19.

A manera de conclusión, la tasa de encaje funge como un instrumento macroprudencial que regula el ciclo crediticio y, por tanto, sirve como complemento a la tasa de interés de política monetaria.

MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE EN MONEDA NACIONAL*

Mes de inicio de aplicación de la medida	Tasa de encaje mínimo legal en soles	Tasa de encaje mínimo para el nivel de cuenta corriente en soles	Tasa de encaje marginal en soles	Tasa de encaje medio mínima en soles	Tasa media del Régimen General máxima
Abril 2017	5,00%	1,00%	-	-	-
Abril 2020	4,00%	0,75%	-	-	-
Setiembre 2021	4,00%	0,75%	25%	4,00%	-
Octubre 2021	4,00%	1,00%	25%	4,25%	-
Noviembre 2021	4,50%	1,00%	25%	-	6,0%
Diciembre 2021	4,75%	1,00%	25%	-	6,0%
Enero 2022	5,00%	1,00%	25%	-	6,0%
Febrero 2022	5,25%	1,00%	25%	-	6,0%
Marzo 2022	5,50%	1,00%	25%	-	6,0%
Abril 2022	5,75%	1,00%	25%	-	6,0%
Mayo 2022	6,00%	1,00%	25%	-	6,0%
Abril 2024	5,50%	1,00%	-	-	-

*La tasa de encaje a partir de abril 2024 será 5,50%, que coincide con la tasa de encaje mínimo legal.

