

# EL ENCAJE COMO INSTRUMENTO no Convencional de Política Monetaria<sup>1</sup>

DAVID LEÓN\* Y ZENÓN QUISPE\*\*

La tasa de interés de referencia es, en condiciones normales, el instrumento operativo, convencional, del Banco Central. En escenarios de elevado estrés económico, la incertidumbre distorsiona el perfil de riesgos de los agentes económicos y con ello interrumpe los principales canales de transmisión a la economía; para recuperarlos, las modificaciones al encaje se han constituido en una de las principales herramientas no convencionales de la política monetaria.

\* Especialista Senior en Política Monetaria del BCRP.

\*\* Jefe del Departamento del Programa Monetario del BCRP.

<sup>1</sup> Las ideas vertidas en el presente artículo son de exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente reflejan la posición del Banco Central.

## 1. POLÍTICA MONETARIA CONVENCIONAL Y NO CONVENCIONAL

En el esquema actual de metas explícitas de inflación, la tasa de interés de referencia es el instrumento operativo, convencional, del Banco Central cuyas modificaciones dan señales al público de los cambios en la posición de la política monetaria orientados a garantizar la convergencia de la inflación y las expectativas de inflación a la meta. Esta convergencia de la inflación a la meta reduce la incertidumbre y genera confianza en el valor presente y futuro de la moneda, elemento imprescindible para estimular el ahorro, atraer inversiones productivas y promover, así, un crecimiento económico sostenido.

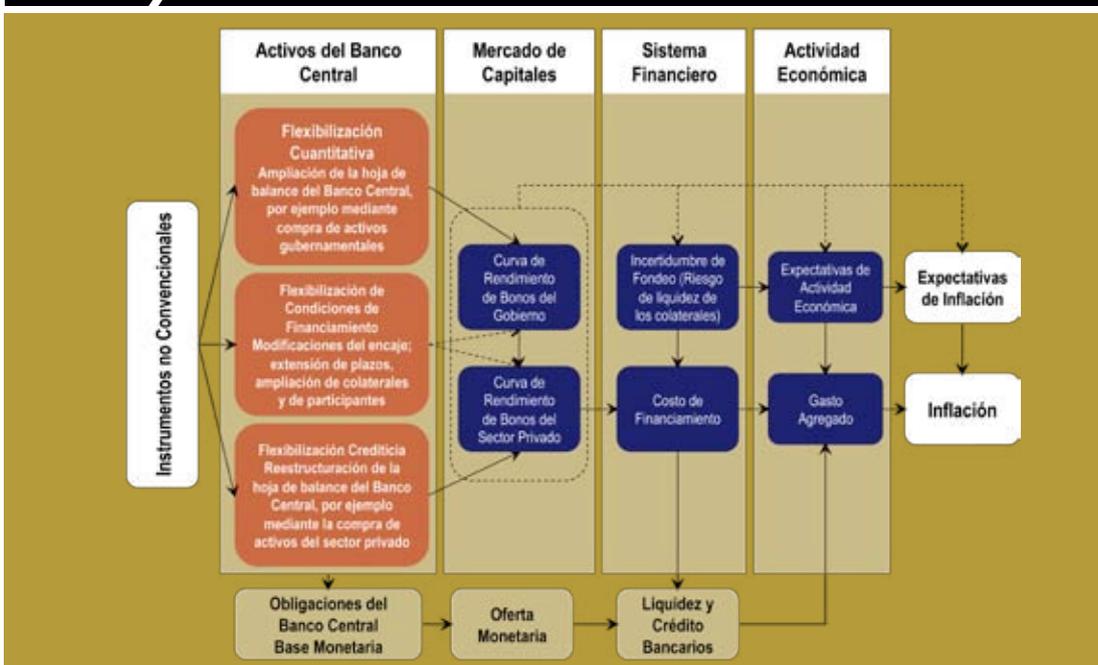
En escenarios normales, los cambios en la tasa de referencia se transmiten a la economía principalmente a través de su influencia en: i) La formación de las expectativas económicas del público; ii) Las tasas de interés del mercado a la largo de toda su estructura temporal; iii) La canalización, a través del mercado de dinero, de los flujos monetarios asociados a los procedimientos operativos del Banco Central hacia los procedimientos de intermediación de las entidades financieras; y iv) Los cambios en las valoraciones relativas de activos en moneda nacional con relación a los de moneda extranjera. En estos escenarios, el encaje juega un rol pasivo, orientado a controlar cualquier riesgo moral que pudiera surgir en las operaciones de la intermediación de las entidades financieras y, en el contexto de economías dolarizadas, el encaje en moneda extranjera que tiene un carácter macro-prudencial, permite acumular liquidez para atender escenarios de estrés financiero.

Así, con el manejo de la tasa de referencia, el Banco Central administra las condiciones de liquidez en el mercado de dinero en forma consistente con su objetivo de estabilidad de precios. Esta estrategia opera como mecanismo para ejecutar estímulos monetarios suficientes durante la fase contractiva de los ciclos económicos, para contener las presiones inflacionarias durante la fase expansiva y para garantizar el buen funcionamiento de los mercados de dinero y crédito.

Una vez establecido el nivel de la tasa de referencia como meta operativa para la tasa de interés interbancaria, el Banco Central ajusta la oferta monetaria mediante operaciones de mercado abierto para alcanzar dicha meta operativa que es consistente con el objetivo de estabilidad de precios. Estas operaciones son transacciones reversibles con una lista de colaterales elegibles para minimizar la exposición al riesgo de la posición financiera del Banco Central.

En escenarios de elevado estrés económico, provocados por ejemplo, por una crisis financiera o por salidas o entradas repentinas de capitales de corto plazo; la incertidumbre distorsiona el perfil de riesgos de los agentes económicos y con ello, interrumpe los principales canales de transmisión de la tasa de interés de referencia a la economía. En particular, con una crisis financiera, la mayor valoración generalizada de activos líquidos de muy corto plazo eleva de forma importante el riesgo de liquidez, de crédito y de mercado de todos los activos financieros, a lo largo de la curva de rendimiento; desviando significativamente al alza los spreads de las tasas de interés de mercado con relación a la tasa

**DIAGRAMA 1** ■ Mecanismos de transmisión de la política monetaria no convencional



de interés de referencia, interrumpiéndose el rol de esta última como ancla nominal y como referente para las decisiones económicas del público y, con ellos, los canales de transmisión de la política monetaria al resto de la economía.

En casos de salida (entrada) masiva de capitales de corto plazo, además de desviaciones al alza (a la baja) de los spreads de las tasas de interés con relación a la tasa de referencia, se observa alta volatilidad cambiaria al alza (a la baja), la que en contextos de dolarización parcial debilita la posición financiera de los agentes económicos afectando sus decisiones de gasto e inversión e inducirían a un menor nivel de actividad económica.

Para recuperar los canales de transmisión de la tasa de interés durante escenarios de estrés, se implementaron un conjunto de medidas no convencionales de política monetaria, como la flexibilización cuantitativa, flexibilización crediticia y, principalmente en países de la región y el Perú, flexibilización de las condiciones de financiamiento en el mercado de dinero mediante la extensión de plazos, recompra de títulos, ampliación de colaterales, vencimiento de los títulos del Banco Central sin renovación y modificaciones en las tasas de encaje, entre otras, que actuaron como canales auxiliares para el tránsito del flujo de liquidez entre los procedimientos operativos del Banco Central y los procedimientos de intermediación financiera de los bancos.

La flexibilización de las condiciones de financiamiento del Banco Central actúa indirectamente sobre la curva de rendimiento de todo el espectro de activos financieros o sobre algún tramo de la misma mediante la flexibilización de las operaciones de inyección de liquidez (extensión de plazos, amplia-

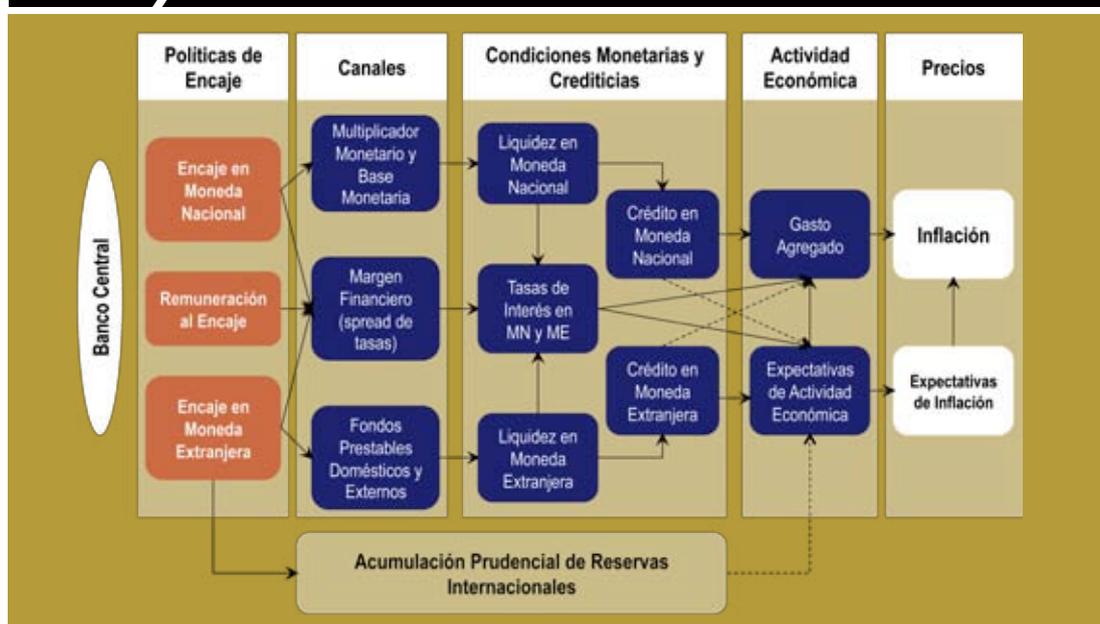
ción de la lista de participantes, ampliación de los colaterales elegibles, recompra de títulos) y a través de cambios en los requerimientos de encaje. El cambio en la curva de rendimiento influye directamente sobre los costos de financiamiento y sobre el riesgo de liquidez de los colaterales utilizados en los mercados de dinero y de créditos, y a través de ellos en la liquidez y el crédito, el gasto agregado y finalmente sobre la inflación. Asimismo, la nueva estructura temporal de plazos de las tasas de interés influye a través de la reducción de la incertidumbre de fondeo sobre las expectativas de actividad económica y de inflación. Por el lado de las mayores obligaciones del Banco Central, la incidencia de las herramientas no convencionales sobre la base monetaria influye en la oferta de dinero a través del multiplicador y, con ello, sobre la liquidez y el crédito bancarios y finalmente sobre el gasto agregado e inflación.

En el Perú, las modificaciones al encaje en moneda nacional y en moneda extranjera, junto a la flexibilización de las operaciones de inyección de liquidez (extensión de plazos, vencimiento sin renovación y recompra de títulos, ampliación de participantes y facilidades en moneda extranjera); se constituyeron en algunas de las principales herramientas no convencionales de la política monetaria durante las distintas etapas de la crisis financiera global 2007-2009, permitiendo preservar la liquidez de los mercados de dinero y de capitales y garantizar el flujo normal del crédito bancario.

## 2. EL ENCAJE COMO INSTRUMENTO NO CONVENCIONAL Y SUS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN

En situaciones normales, aumentos del encaje encarecen el costo de intermediación financiera e inducen

**DIAGRAMA 2** ■ Mecanismos de transmisión del encaje y de la remuneración al encaje



**GRÁFICO 1** ■ Tasa de encaje en moneda nacional y extranjera  
(Porcentaje del TOSE)



mayor spread entre tasas activas y pasivas. El mayor encaje implica una menor capacidad de otorgar préstamos para un mismo nivel de fondeo, por ello los bancos optarán por una mayor tasa activa, una menor tasa pasiva, menor margen financiero, o una combinación de éstas; endureciendo así las condiciones crediticias.

Sin embargo, en un contexto de importantes inﬂujos (salidas) de capitales, una mayor (menor) tasa de encaje ayudaría a neutralizar el exceso (la contracción) de liquidez en la economía y evitaría que se traduzca en una expansión (contracción) no deseada del crédito.

Así, en economías con dolarización ﬁnanciera, los encajes, diferenciados por monedas, cumplen un rol macro-prudencial al preservar activos líquidos que pueden ser utilizados en escenarios de estrés ﬁnanciero. Otro aspecto importante es que un esquema de encaje sobre la base de promedios diarios, facilita el manejo de liquidez de los bancos y del Banco Central y reduce la volatilidad de las tasas de interés.

Un enfoque útil para visualizar la transmisión del encaje, y su remuneración, hacia las tasas de interés es el utilizado por Freixas y Rochet (1997)<sup>2</sup> que deﬁnen el margen ﬁnanciero  $mf_t$  como el rendimiento de cada unidad monetaria  $1 - r_j$ , neto de encaje, prestado a una tasa de interés activa  $i_{a,t}$  más la remuneración  $i_{re,t}$  recibida por la proporción mantenida como encaje  $r_j$ , neto de la proporción del encaje no remunerado, generalmente el mínimo legal  $r_{jm}$ ; menos la tasa de interés pasiva  $i_{p,t}$  pagada por cada unidad monetaria depositada por el público. Así, la ecuación del margen ﬁnanciero será  $mf_t = (1 - r_j)i_{a,t} + (r_j - r_{jm})i_{re,t} - i_{p,t}$ . En caso de que los bancos utilicen como variable de ajuste la tasa activa manteniendo sin variación la tasa pasiva, y dada la remuneración al encaje; el cambio de la tasa activa, que permita recuperar el margen ﬁnanciero deseado, debido al cambio en la

tasa de encaje sería  $\Delta i_{a,t} = \frac{\Delta mf_t + \Delta r_j(i_{a,t} - i_{re,t})}{(1 - r_j)}$ . Es decir, la variación en la tasa activa se explica por el cambio del margen ﬁnanciero más la variación en la tasa de encaje ajustada por el ratio entre el spread de la tasa activa y la remuneración, con la proporción disponible como fondo prestable neto del encaje. Bajo este criterio, considerando, por ejemplo, una tasa activa promedio en moneda nacional de 19,5 por ciento, una tasa de encaje de 6 por ciento y una remuneración al encaje de cero, un incremento de 1 punto porcentual en la tasa de encaje en moneda nacional induciría un incremento de aproximadamente 25 puntos básicos en la tasa de interés activa.

El otro canal de transmisión del encaje es a través del multiplicador monetario  $m$  determinado por la preferencia por circulante del público  $c_j = \frac{C}{C + D}$ , deﬁnido como el ratio del circulante con la liquidez total compuesta por los depósitos  $D$  y el circulante mismo, y la tasa de encaje  $r_j$ . Un aumento en el requerimiento de encaje  $r_j$  reduce la capacidad del sistema bancario para expandir la liquidez  $M^s$  a partir de la base monetaria  $BM = C + R$  compuesta por el circulante y las reservas de encaje, debido a que induce una disminución del multiplicador bancario y, con ello, se reducirían los fondos prestables.

Esto es:

$$\downarrow M^s = (\downarrow m) BM; \text{ donde } \downarrow m = \left[ \frac{1}{(c + (\uparrow r_j)/(1 - c))} \right]$$

En el caso del encaje en moneda extranjera, existe un canal adicional de transmisión a través de la acumulación preventiva de reservas internacionales en el Banco Central. Así, la mayor solvencia de liquidez internacional reduciría el riesgo país, este menor riesgo se reflejaría en la estructura de plazos de las tasas de interés (curva de rendimiento) mejorando las condiciones crediticias de los agentes económicos y con ello influiría en las expectativas sobre el nivel de actividad económica.

<sup>2</sup> Freixas, X. y Rochet, J. (1997). "Economía Bancaria". Antoni Bosch. Editor S.A., España.

### 3. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DEL USO DEL ENCAJE COMO INSTRUMENTO MONETARIO NO CONVENCIONAL

El uso del encaje tiene las siguientes implicancias:

a) Tiene mayor impacto que la tasa de referencia sobre los créditos con mayor prima de riesgo (préstamos de consumo por ejemplo). No tiene impacto importante en el mercado de capitales.

b) Eleva tasas activas y reduce tasas pasivas por su efecto en el margen financiero. Puede ser útil cuando se busca ajustar la posición de política monetaria sin alentar mayor flujo de capitales. Un mayor encaje en dólares encarece el forward al elevar la tasa activa en dólares.

c) Medida macro-prudencial. Asegura que bancos cuenten con liquidez suficiente para enfrentar choques y reducir ciclos crediticios. Con influjo de capitales y alta expansión del crédito, el mayor encaje puede ayudar a balancear los objetivos de moderar la expansión del gasto privado para mantener la inflación bajo control, con el objetivo secundario de moderar la excesiva volatilidad del tipo de cambio. En este contexto, los mayores encajes deben ser transitorios para no afectar la intermediación financiera. Más aún, con reversión abrupta de capitales la liberación de los fondos de encaje facilitaría el ajuste de la liquidez del sistema financiero.

Algunas desventajas del encaje como instrumento de política monetaria:

a) Considerado como impuesto a la intermediación financiera (por ello el descenso observado en las tasas de encaje en muchos países). En el Perú esta desventaja es mínima porque el encaje adicional en moneda extranjera, por encima del encaje legal, es remunerado en proporción a la tasa LIBOR. El encaje mínimo legal no es remunerado, cuyo nivel actual de 6 por ciento se aproxima a las reservas operativas que los bancos deben mantener para atender los retiros del público. La motivación en estos casos ha sido igualar las condiciones de competencia que enfrentan los bancos con respecto a otros intermediarios financieros.

b) Incremento del financiamiento no bancario, debido a que los bancos aumentan las tasas activas.

Asimismo, puede generar un problema de desintermediación bancaria si la reducción de tasas pasivas genera el crecimiento de fuentes de ahorro no bancario, como aportes voluntarios a las AFP, fondos mutuos, entre otros.

c) Puede afectar a bancos que no cuentan con suficientes fondos de encaje y deben disminuir rápidamente sus fondos prestables, aumentando la tasa de interés.

### 4. LA EVOLUCIÓN DEL ENCAJE EN EL PERÚ

Desde 1992, con la consolidación del proceso de adopción de mecanismos indirectos, de mercado, para la implementación de la política monetaria; la política de encajes del Banco Central ha tenido básicamente un rol prudencial, cuyo nivel mínimo legal se ha mantenido bastante cercano al nivel operativo que los bancos suelen mantener para la fluidez de su intermediación. Con la profundización de la intermediación financiera, los bancos han ido perfeccionando su manejo de liquidez y, con ello, se fue reduciendo el nivel operativo de reservas líquidas necesarias. El Banco Central, coherente con ese desarrollo, redujo el encaje mínimo legal de 9 por ciento en diciembre de 1992, a 7 por ciento en abril de 1997, y a 6 por ciento desde setiembre de 2000.

Asimismo, considerando el grado de dolarización financiera del Perú y los riesgos asociados a este, el Banco Central complementa su política de encaje legal, con requerimientos marginales de encaje para las obligaciones en moneda extranjera que los bancos mantienen con el público y con el exterior. Un alto grado de dolarización financiera conlleva sobre-reacciones de los bancos ante movimientos importantes y repentinos de sus fuentes de financiamiento en moneda extranjera y altas volatilidades en el tipo de cambio que afectan la calidad de su portafolio de créditos, induciéndolos a reducir el crédito al sector privado, lo que tiene efectos negativos en el nivel de actividad económica; alterando así los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

El encaje marginal en moneda extranjera cumple un rol macro-prudencial al preservar activos

El Banco Central de Reserva del Perú establece, con fines de regulación monetaria, los requerimientos de encaje que las entidades del sistema financiero deben mantener como porcentaje de sus obligaciones en moneda nacional y en moneda extranjera, respectivamente. Las circulares del BCRP números 007 y 008 del 12 de marzo de 2010 señalan que la tasa del encaje legal vigente en moneda nacional y extranjera es de 6 por ciento, y, no menos de un punto porcentual de la misma debe mantenerse bajo la forma de depósitos en cuenta corriente en el Banco Central, el resto debe constituirse bajo la forma de dinero en efectivo en las bóvedas de las entidades financieras. Adicionalmente, las obligaciones en moneda extranjera están sujetas a un encaje marginal de 30 por ciento.

En el caso de las obligaciones en moneda extranjera, la combinación del encaje legal y el encaje marginal conforman el encaje exigible. Para la determinación del encaje exigible: a) Hasta un equivalente al monto promedio de las obligaciones del período base comprendido entre el 1 y 31 de marzo de 2010, se aplica la tasa que resulte de dividir el encaje exigible en ese período entre la base, a la cual se le denomina tasa base o implícita. La tasa base no podrá ser menor a la tasa de encaje mínimo legal. b) A las obligaciones que excedan el monto de la base (obligaciones marginales), se les aplica la tasa marginal del 30 por ciento. La suma de los montos resultantes en a) y b) constituyen los fondos de encaje exigible. El encaje exigible que excede al mínimo legal se denomina encaje adicional. El encaje adicional en moneda extranjera es, actualmente, remunerado con el 60 por ciento de la LIBOR a un mes.

Asimismo, estas normas precisan que las obligaciones en moneda nacional y las obligaciones en moneda extranjera cuyo rendimiento se encuentre en función a la variación del tipo de cambio o al rendimiento de instrumentos en moneda nacional, con las entidades financieras no residentes, tendrán un encaje marginal no remunerado de 35 por ciento.



líquidos, como reservas internacionales en el Banco Central, que pueden usarse en escenarios de estrés financiero.

El encaje marginal en moneda extranjera pasó de 50 a 45 por ciento a fines de 1993 y se mantuvo hasta junio de 1998, lo que implicó un encaje exigible promedio de 43 por ciento en dicho periodo.

Ante los indicios iniciales de la crisis rusa, el BCRP redujo el encaje marginal de 45 a 35 por ciento el 1 de julio de 1998. Con el estallido de la crisis rusa en agosto de 1998 se produjo una paralización repentina de los flujos internacionales de fondos en moneda extranjera hacia las economías emergentes, acompañado de volatilidades extremas en las tasas de interés y el tipo de cambio. El Banco Central atendió los requerimientos de liquidez de los bancos mediante créditos de regulación en dólares por aproximadamente US\$ 300 millones y mediante reducciones consecutivas del encaje exigible medio de 1,5 puntos porcentuales por mes entre octubre y diciembre de 1998 y reducción del encaje marginal a 20 por ciento, con lo que inyectó liquidez en dólares por US\$ 420 millones aproximadamente<sup>3</sup>. Con estas medidas, el encaje exigible medio en moneda extranjera se redujo a 38,3 por ciento en diciembre de 1998 llegando hasta 37,2 por ciento en agosto de 2000. El 18 de agosto de 2000, el Banco Central reduce el encaje exigible en moneda extranjera en 3 puntos porcentuales, llevándolo a 34,1 por ciento y liberando con ello liquidez en moneda extranjera por US\$ 280 millones para favorecer la intermediación financiera, en un contexto de incertidumbre política. En adelante, este encaje medio

continuó reduciéndose, por efecto del encaje marginal de 20 por ciento, hasta alcanzar 30 por ciento en noviembre de 2004, mes a partir del cual se eleva el encaje marginal a 30 por ciento, y se mantiene en dicho nivel hasta diciembre de 2007.

### 5. LA POLÍTICA DE ENCAJES DEL BANCO CENTRAL DURANTE EL PERIODO DE CRISIS FINANCIERA GLOBAL 2007-2009

La crisis financiera global 2007-2009 ha tenido dos grandes etapas que se revelaron secuencialmente desde el último trimestre de 2007, cuando los bancos centrales de las economías desarrolladas iniciaron la flexibilización de su política monetaria. Para las economías emergentes, como el Perú, la primera etapa, pre-Lehman, se caracterizó por importantes inlfujos de capitales, y la segunda, post-Lehman, estuvo asociada a importantes restricciones de liquidez global y salidas de capitales<sup>4</sup>. El manejo de la crisis por parte del Banco Central requirió en ambos etapas una combinación de medidas de política monetaria no convencionales primero y convencionales segundo, debido a la necesidad de restablecer el mecanismo de transmisión de la tasa de interés de referencia que se interrumpió durante estos episodios.

Durante la primera etapa, pre-Lehman, los importantes inlfujos de capitales se reflejaron en sustanciales aumentos de tenencias de activos domésticos de los inversionistas no residentes, principalmente Certificados del Banco Central, Bonos del Tesoro y depósitos en las entidades financieras; los que se incrementaron de US\$ 2,8 mil millones en diciem-

**GRÁFICO 3** ■ Remuneración al encaje adicional en moneda extranjera (Porcentajes)



<sup>3</sup> Véase Z. Quispe (2000) "¿Es conveniente reducir la tasa de encaje en moneda extranjera?" Revista Moneda No. 120.

<sup>4</sup> Una evaluación detallada de las implicancias de la crisis global para la política monetaria del BCRP puede verse en Alex Contreras, et. al. (2009) "La crisis Global 2007-2009 y la Política Monetaria del Banco Central de Reserva del Perú" Revista Moneda No. 139, BCRP.

bre de 2007 hasta alcanzar un máximo de US\$ 6,3 mil millones en abril de 2008. Para neutralizar este influjo de capitales que amenazaba con expandir la liquidez del sistema financiero a niveles excesivamente elevados, el Banco Central utilizó instrumentos no convencionales y entre ellos elevó los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera, combinándolas con un conjunto de medidas orientadas a desincentivar las tenencias de Certificados del Banco Central por parte de inversionistas no residentes (gráficos 1 y 2). El encaje marginal en moneda nacional se elevó de 6,0 a 25 por ciento, el requerimiento de encaje para depósitos de no residentes se elevó a 120 por ciento, el encaje marginal en moneda extranjera se incrementó de 30 a 49 por ciento. Estas medidas permitieron también contrarrestar el elevado nivel de crecimiento del crédito en soles y en dólares que se observó durante el 2008, controlando así el dinamismo de la demanda interna y su impacto sobre la inflación.

Ya en setiembre de 2007, el Banco Central había adoptado una medida no convencional, al eliminar los requerimientos de encaje a los préstamos externos obtenidos por los bancos a plazos iguales o mayores a 2 años con el propósito de inducir una menor vulnerabilidad de la estructura de créditos del sistema financiero doméstico a los choques financieros externos<sup>5</sup>. Esta medida cambió la estructura de las fuentes de financiamiento en moneda extranjera del sistema bancario del corto al largo plazo (mayor a 2 años), aumentando este último de 17 a 50 por ciento del total de sus fuentes de financiamiento externo entre octubre y diciembre de 2007.

Durante la segunda etapa, post-Lehman, de la crisis financiera, las condiciones de liquidez de las economías emergentes se tornaron muy restrictivas debido a la profundización de la crisis y de la incertidumbre generalizada reflejándose en menores transacciones en el mercado de dinero y una elevada preferencia por liquidez de los agentes económicos. Durante este periodo de estrés, con el colapso del comercio internacional, la recesión global y la caída de los precios de commodities; la mayor incertidumbre indujo importantes salidas de capitales de las economías emergentes. La generalización de este comportamiento quebró los canales de transmisión de la tasa de política monetaria hacia las tasas de interés de los mercados de dinero y crediticios en la mayor parte de los países del mundo.

En circunstancias normales, la reducción de la tasa de interés de referencia señala la flexibilización de la posición de la política monetaria y de las condiciones crediticias, promoviendo el gasto y el nivel de actividad económica en tanto las expectativas de inflación se mantengan ancladas a la meta de inflación de largo plazo.

En escenarios de crisis, el estrés financiero y la alta

aversión al riesgo bloquean los canales de transmisión de la tasa de referencia, reduciendo significativamente su capacidad de señal de la posición de política monetaria. Más aún, en economías con dolarización parcial, la volatilidad cambiaria debilita el balance de la posición financiera en moneda nacional y en moneda extranjera de los agentes económicos, con el riesgo de aceleración del impacto recesivo de la crisis. En estas circunstancias, la mejor opción es la adopción de medidas no convencionales de política. Inmediatamente después de la quiebra de Lehman, el Banco Central de Reserva del Perú usó activamente estas medidas no convencionales para proveer de liquidez al sistema financiero doméstico, garantizando el normal funcionamiento del sistema de pagos, reduciendo los spreads de las tasas de interés en los mercados de dinero, de capitales y de créditos, y más importante aún, evitando el *credit crunch*.

Durante la primera etapa de la crisis global y en un contexto de influjo de capitales, los incrementos en los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera permitieron que las entidades financieras acumulen activos líquidos en ambas monedas. Dada la severa restricción de liquidez financiera internacional observada en la segunda etapa de la crisis, luego de la quiebra de Lehman, la liquidez acumulada como reservas de encaje fue puesta a disponibilidad inmediata de las entidades financieras para garantizar el funcionamiento normal del mercado de dinero. Como se pueden ver en los gráficos 1 y 2, el Banco Central redujo durante la segunda etapa de la crisis los requerimientos de encaje marginales de 25 a 6 por ciento en soles y de 49 a 30 por ciento en moneda extranjera, niveles similares a los observados antes del surgimiento de la crisis financiera global, también redujo el encaje de 120 a 35 por ciento a los depósitos de los inversionistas no residentes. Asimismo, con la finalidad de dar acceso a liquidez inmediata a las entidades financieras más pequeñas, entre ellas a las cajas municipales y cajas rurales, se exoneró del encaje en moneda nacional hasta S/.100 millones del total de obligaciones sujetas a encaje. En conjunto, las reducciones de encaje y los otros mecanismos no convencionales han contribuido con una inyección de liquidez de aproximadamente el 9,6 por ciento del PBI entre setiembre de 2008 y marzo de 2009.

Recientemente, con la recuperación del dinamismo de la actividad económica y la significativa reducción del estrés en el sistema financiero doméstico, el Banco Central viene normalizando su política de encajes, homogeneizándola tanto en términos de su cálculo como en su aplicabilidad entre las entidades sujetas a este requerimiento. Para ello, en marzo de 2010 se anunció un cronograma de retiro de las exoneraciones del encaje en moneda nacional, y la regularización del encaje

<sup>5</sup> Véase A. Armas (2009) "Crisis financiera internacional y el crédito en el Perú" Revista Moneda No. 142

vigente de 35 por ciento a los adeudados externos de los bancos.

Otro aspecto de la política de encaje, de periodos mensuales, está asociado a su cómputo sobre la base de promedios diarios, lo que facilita el manejo de liquidez de los bancos y las operaciones monetarias del Banco Central, contribuyendo a la reducción de la volatilidad de la tasa de interés. El Gráfico 1 ilustra la operatividad de este mecanismo para el encaje en moneda nacional donde el perfil diario de las reservas de encaje de los bancos tiene un sesgo a permanecer por encima del promedio requerido durante la primera quincena del mes, se reduce gradualmente hasta ubicarse por debajo de dicho promedio durante la segunda quincena. En los periodos de estrés financiero se observa un mayor desvío durante las primeras quincenas, reflejando la predisposición de los bancos a asegurar rápidamente los fondos y cumplir con el requerimiento de encaje.

Esta estrategia de cómputo del encaje otorga mayor flexibilidad a los bancos para aproximarse a la posición requerida al cierre del mes y ajustarla en función a su percepción de riesgos y contribuye a una menor volatilidad de la tasa de interés del mercado de dinero.

## 6. REMUNERACIÓN AL ENCAJE

Otro componente importante de la política de encajes del Banco Central es su remuneración. Éste es un instrumento que sirve, precisamente, para atenuar el costo de oportunidad para la intermediación financiera que significa el encaje. Más aún este instrumento se hace relevante si dicho requerimiento es superior al encaje operativo que los bancos mantienen para atender al público. Sin remuneración, el encaje eleva el spread de tasas activas y pasivas, lo que redundará en un menor incentivo a la intermediación financiera.

En general, para determinar la remuneración al encaje en moneda extranjera se consideran: i) Los riesgos de desintermediación financiera que los requerimientos de reservas implican, pues no remunerar el encaje puede incrementar el costo del financiamiento bancario para las pequeñas y medianas empresas y las empresas de mayor tamaño evaluarían la opción de recurrir al financiamiento en el mercado de capitales; ii) El ciclo crediticio de la economía. En un período de expansión del crédito bancario en dólares, una menor tasa de remuneración tiende a atenuarla, lo que fomentaría una menor expansión de la demanda interna; y iii) La atenuación de presiones apreciatorias no deseadas puesto que alzas en la remuneración al encaje en moneda extranjera disminuyen el costo financiero de operaciones *forward*. Esto es así debido a que una mayor remuneración tenderá a reducir el costo financiero de operaciones *forward*. Una

mayor remuneración tenderá a reducir el costo del financiamiento en moneda extranjera abaratando la operación *forward*. Una menor remuneración elevará el costo del fondeo desalentando el *forward* de compra.

Con dichas consideraciones, y de acuerdo a la normativa del Banco Central, el encaje legal no es remunerado y el encaje adicional (por encima del encaje legal) en moneda extranjera recibe una remuneración actualmente equivalente al 60 por ciento de la tasa LIBOR, manteniendo un criterio de vincular su evolución a la tasa de interés internacional y por ello en este periodo se registró una disminución en su nivel. Así, la tasa de interés de remuneración al encaje fue 3,5% en setiembre del 2007 y disminuyó a 0,4 por ciento en diciembre del 2008 y a apenas 0,14 por ciento en enero de 2010.

## 7. CONCLUSIONES

La crisis financiera global 2007-2009 ha tenido dos grandes etapas, la etapa pre-Lehman (setiembre 2007-setiembre 2008) caracterizada por importantes influjos de capitales y presiones al alza en el precio de commodities y los términos de intercambio; y la segunda etapa, luego de la quiebra de Lehman, asociada a importantes restricciones de liquidez. El manejo de la crisis por parte del Banco Central requirió en ambas etapas una combinación de medidas de política monetaria no convencional en primer lugar para normalizar la liquidez de la economía, debido a la necesidad de restablecer primero el mecanismo de transmisión de la tasa de interés de referencia que se interrumpió durante estos episodios. En ambos, la política de encajes ha jugado un importante rol, no convencional, para normalizar la liquidez en la economía.

En la primera etapa de la crisis, la política monetaria del Banco Central se orientó a esterilizar los importantes influjos de capitales de corto plazo mediante mayores requerimientos de encaje y acumulación preventiva de reservas internacionales. Durante la segunda etapa, caracterizada por fuerte contracción de la liquidez internacional, el Banco Central proveyó liquidez en moneda nacional y extranjera mediante la reducción de los requerimientos de encaje, al mismo tiempo de la introducción de nuevos instrumentos de inyección e interviniendo en el mercado de cambios. El énfasis de la política monetaria fue la de preservar el dinamismo de los mercados domésticos de dinero y de capitales, y evitar contracciones crediticias que pudieran surgir de depreciaciones drásticas y paralizaciones repentinas del flujo de capitales. Esta estrategia tiene su origen en la experiencia de manejos de crisis en una economía con dolarización financiera en la que la política de encajes cumple un rol macroprudencial muy importante. ■