



XXVIII Encuentro de Economistas BCRP

Política Monetaria y Estabilidad Financiera: Un Enfoque Macro-Prudencial

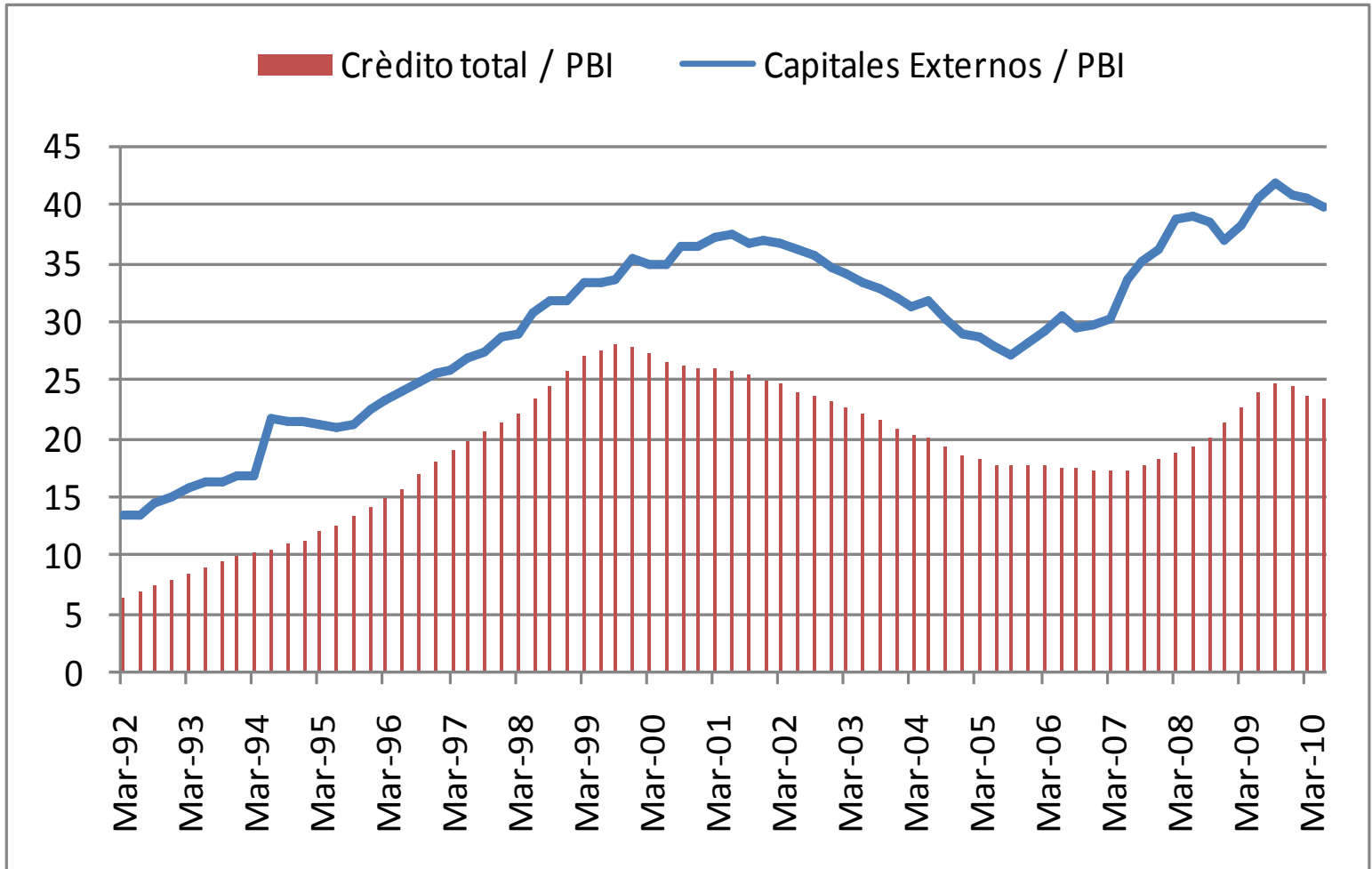
Zenón Quispe
18 de noviembre de 2010

Objetivo

- ❑ Evaluar la política macro-prudencial en el Perú
 - Orientada a reducir las vulnerabilidades asociadas a la dolarización financiera, controlando choques simultáneos que podrían desencadenar una crisis financiera.
- ❑ La estrategia macro-prudencial se ha centrado en tres niveles de liquidez:
 - Acumulación de reservas internacionales
 - Requerimientos de liquidez y requerimientos de reservas a los intermediarios financieros
 - Sólida posición del sector público.
- ❑ Reto
 - Garantizar una evolución coherente del crédito asociado a la profundización financiera

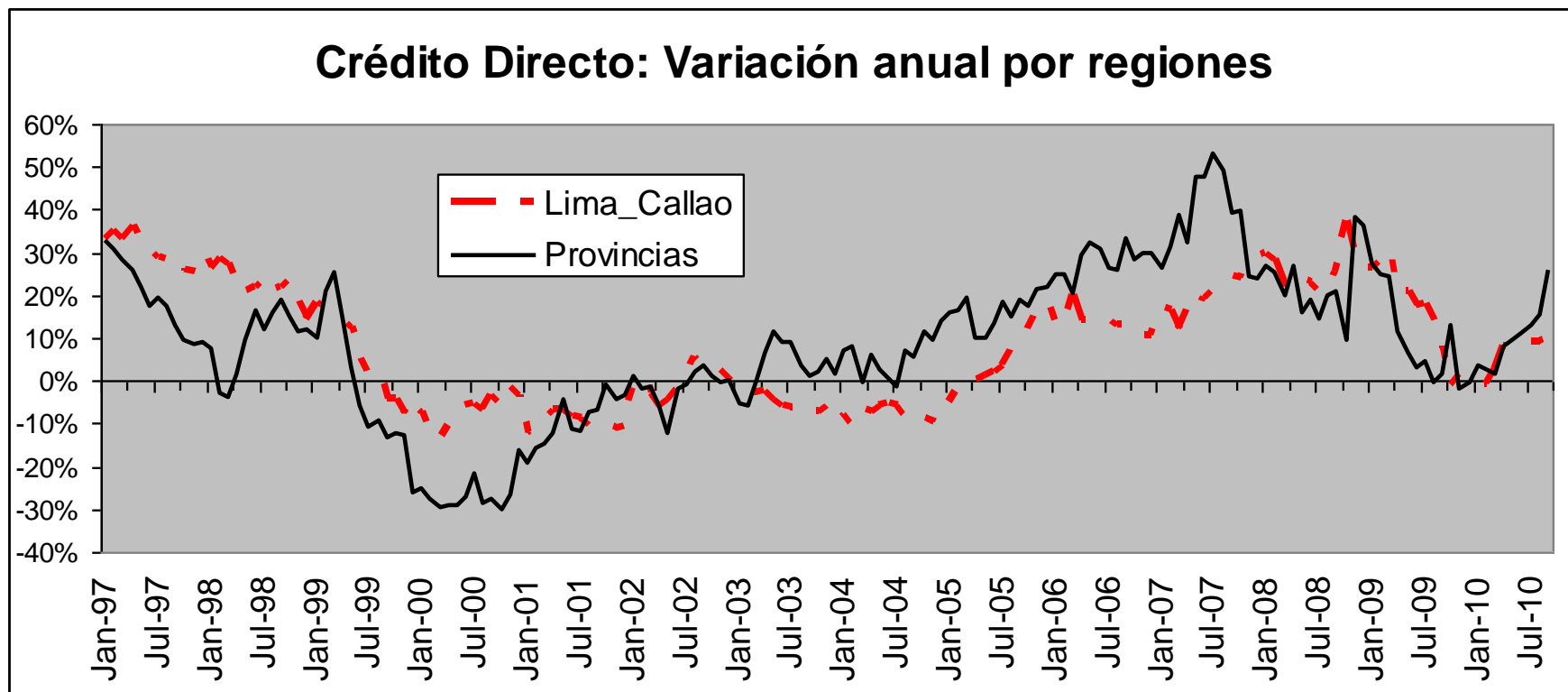
Hechos estilizados: Crédito total y Capitales Externos

Gráfico 1. Perú: vínculo entre los capitales externos y evolución del crédito



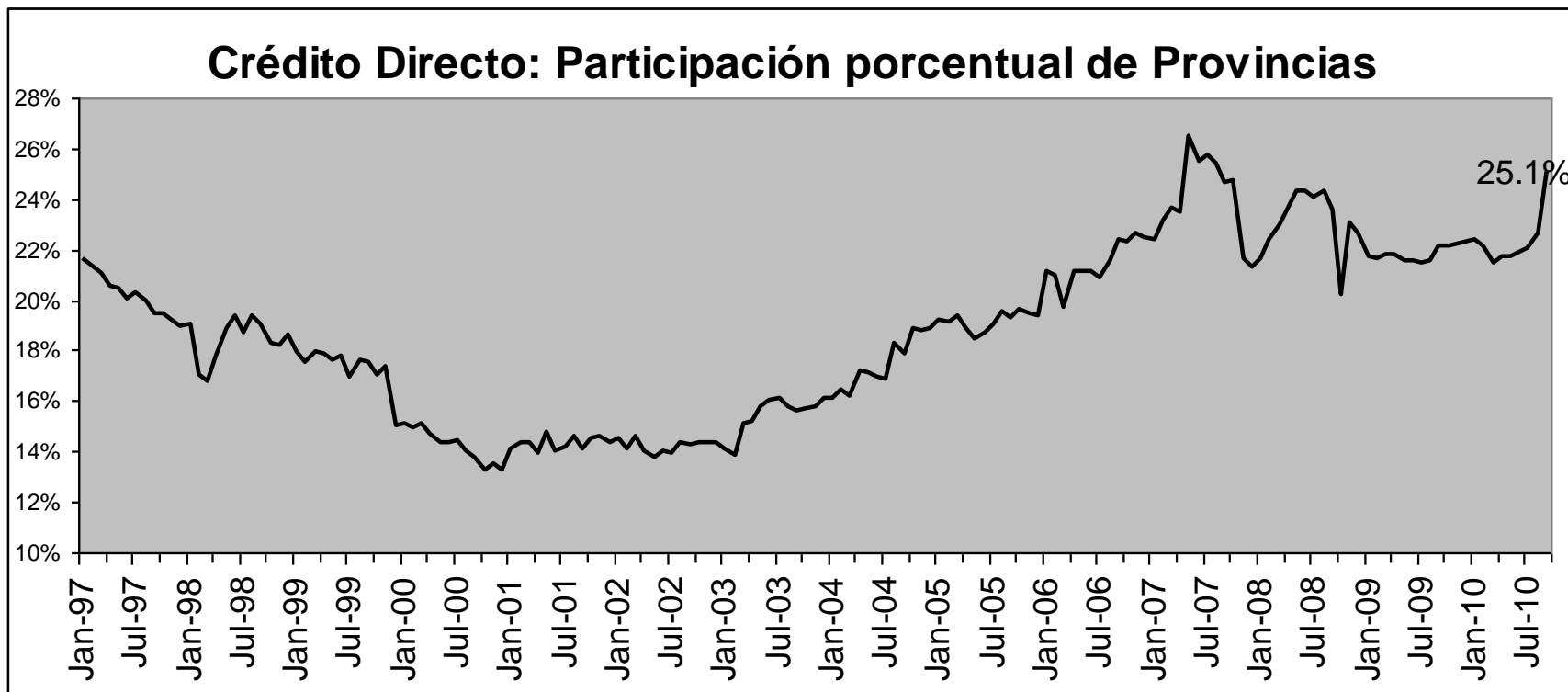
Hechos estilizados: Distribución Regional del crédito

Gráfico 2. Perú: Crecimiento del crédito directo y participación de provincias



Hechos estilizados: Distribución Regional del crédito

Gráfico 2. Perú: Crecimiento del crédito directo y participación de provincias



■ **Estabilidad Financiera:**

- Estado en el cual los mercados financieros contribuyen de una manera eficiente a la asignación de recursos en la economía. Así, en este estado:
 - Los distintos mercados financieros interactúan de manera fluida
 - El fondeo de liquidez y la liquidez de mercado se complementan de una manera eficiente
 - Permiten el normal funcionamiento del mercado de dinero, de la cadena de pagos y de los flujos crediticios en la economía, aún en escenarios de estrés, considerando que la regulación y supervisión financiera, prudencial y macro-prudencial cumplen eficientemente su rol.
 - Distribución ordenada de los recursos a nivel regional, coherente con la profundización financiera. Los agentes económicos al interior del país tienden a utilizar dinero líquido en sus transacciones, aunque los intermediarios financieros ya vienen incorporándolos.

- **Estabilidad Financiera luego de la crisis global:**
 - La recurrencia de las crisis financieras se explicaría por fallas fundamentales del mercado que el marco regulatorio y de supervisión prudencial y macro-prudencial actual no habrían identificado.
 - La regulación macro-prudencial debe internalizar las externalidades sistémicas asociadas, por ejemplo a problemas institucionales donde pueden prevalecer fondeos de liquidez no colateralizados.
 - Los requerimientos de capital habrían sido deficientes, al asumir que se puede inducir estabilidad de todo el sistema financiero garantizando la estabilidad individual de las entidades financieras.
 - Creciente rol de los precios de mercado en el comportamiento financiero de los agentes económicos.
 - Prociclicidad de los requerimientos de capital

La Estabilidad Financiera luego de la Crisis Global

- ❑ La lección de la crisis financiera actual sugiere que la regulación macro-prudencial debe orientarse a establecer reglas que calmen el ímpetu de los intermediarios financieros durante la fase expansiva de los ciclos económicos exigiéndoles mayor capital y mayores provisiones, y que el capital y las provisiones acumuladas durante esa fase de boom sirvan para suavizar la fase contractiva de los ciclos.
- ❑ La regulación proactiva, anticipada, y anticíclica fomentaría una evolución mas estable del sistema financiero.

Política monetaria y Políticas de estabilidad financiera

Política monetaria

- Objetivo: Preservar la estabilidad de precios
- Instrumento operativo: Tasa de interés de referencia
- Garantizar el buen funcionamiento de los mercados de dinero y crédito.
- Actúa en el ámbito de los ciclos económicos reales.

Políticas macro-prudenciales

- Objetivo: Preservar la estabilidad financiera
- Deben ser:
 - Preventivas
 - Proactivas
 - Orientadas a contrarrestar los riesgos financieros sistémicos, que podrían afectar la intermediación financiera y el nivel de actividad económica.
 - Contra-cíclica
 - Flexible

Tiempos normales vs. Escenarios de estrés financiero

- ❑ En tiempos normales, el impacto de la tasa de interés de política monetaria en la estabilidad de precios es mayor que el impacto en la estabilidad financiera, siendo en esta última, muy pequeño.

Por tanto, en tiempos normales es más eficiente usar medidas macroprudenciales, y no política monetaria, para buscar la estabilidad financiera.

- ❑ En escenario de estrés financiero severo, el Banco Central asume su rol de proveedor de liquidez para sostener y/o reactivar el crédito; influir en las tasas de interés de largo plazo y expectativas de futuras tasas de corto plazo, y en un contexto de dolarización, proveer liquidez en M/E mediante intervenciones cambiarias

Indicadores de las condiciones financieras y los modelos de proyección macroeconómica.

- ❑ La política macroprudencial influye directamente en las condiciones financieras, las que afectan los mecanismos de transmisión de la política monetaria.
- ❑ Por ello, es recomendable incorporar indicadores de las condiciones financieras en los modelos de proyección macroeconómica.
- ❑ Svensson (2010) señala que podría ser que las condiciones financieras jueguen un rol más importante en los mecanismos de transmisión de la política monetaria y sirvan más como indicadores de inflación futura y utilización de recursos.

Política monetaria y política macro-prudencial en fases expansivas y contractivas de las condiciones financieras: el caso Peruano

- ❑ En Perú, la evolución del crédito es el principal indicador que refleja las condiciones financieras pues el mercado de activos financieros y el mercado hipotecario tienen aún un tamaño relativo muy pequeño con relación al crédito.

Política monetaria y política macro-prudencial en fases expansivas y contractivas de las condiciones financieras: el caso del Perú

- ❑ El estrés financiero tiende a debilitar los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Más aún en un contexto de dolarización financiera
- ❑ Por ello se ha ce importante mantener niveles de liquidez apropiados:
 - Reservas internacionales en el Banco Central
 - Liquidez de los intermediarios financieros
 - Adecuada deuda pública (nivel,plazo residual, monedas).

La crisis rusa nos ha enseñado la importancia de preservar liquidez.

Recuadro 1: Efectos de la Crisis Rusa: 1998-1999

- Depreciación real del Sol: 13% entre setiembre_98 y agosto_99
- Efecto hoja de balance: Aumento de cartera pesada en moneda extranjera de 5% a 10%
- Reducción drástica de líneas externas de crédito de corto plazo: -50% en agosto 1999 (variación últimos 12 meses)
- Credit crunch: La variación anual del crédito en moneda extranjera bajó de 26% en julio 1988 a -4% en julio 1999
- Temor de la efectividad del Banco Central como prestamista de última instancia
- Crisis financiera: El número de bancos declinó de 26 a 14.

Política monetaria y política macro-prudencial en fases expansivas y contractivas de las condiciones financieras: el caso del Perú

- Durante la reciente crisis financiera global, el Banco central ha actuado claramente de manera contra cíclica, al acumular liquidez durante la etapa de importantes flujos de capitales y al utilizarlos durante la etapa de estrechez severa de liquidez internacional.

Respuestas de política durante la etapa Pre-Lehman Brothers: Agosto 2007-Agosto 2008

- Requerimientos de encaje como primera línea de defensa. Altas tasas de encaje en soles y en dólares
- 120% de encaje marginal a los depósitos en moneda nacional de no-residentes.
- Intervención cambiaria esterilizada
- Compras de US\$ 8,4 mil millones
- Esterilización con CDs del BCRP y superávit fiscal.
- Ajuste monetario convencional
- Incremento de la tasa de referencia en 200 bps a 6,5%

Respuestas de política monetaria en la fase Post-Lehman Brothers: Setiembre 2008-diciembre 2009

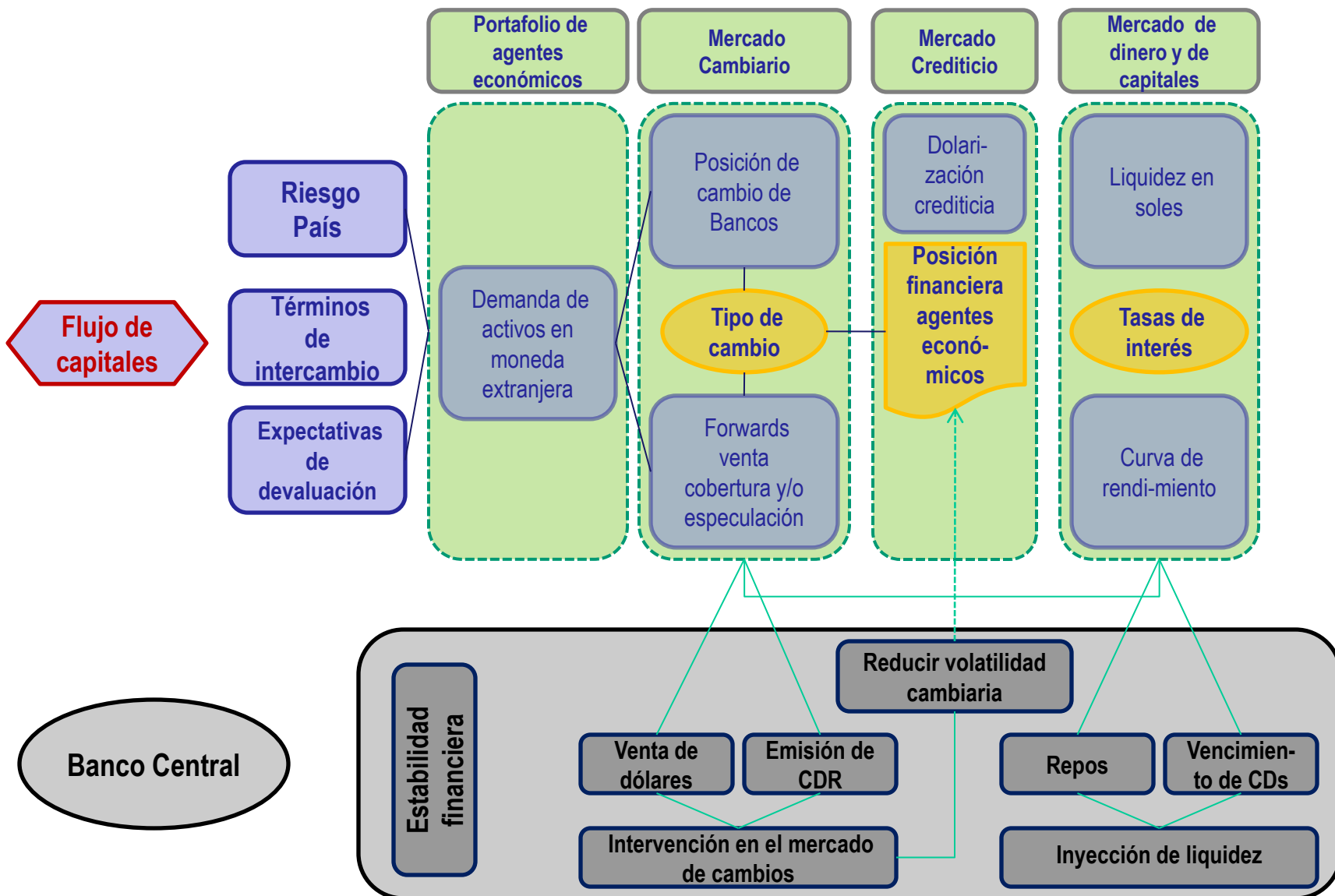
□ Inyección de liquidez

- Reducción de las tasas de encaje en soles y en dólares.
- Aumento del monto y del plazo de operaciones repo del BCRP (1 año)
- Nuevas facilidades de liquidez mediante swaps del BCRP
- Reducción del saldo total de los instrumentos de esterilización

Respuestas de política monetaria en la fase Post-Lehman Brothers: Setiembre 2008-diciembre 2009

- Intervención en el Mercado cambiario.
- Venta de US\$ 6,9 mil millones.
- Emisión de certificados del BCRP indexados al dólar
- Estímulos monetarios convencionales
- Reducción de la tasa de referencia en 525 bps a 1,25%

Algunos mecanismos de transmisión



Conclusiones

- Pre-Lehman Brothers (setiembre 2007-setiembre 2008): entradas de capitales y presiones al alza de los precios de los commodities y en los términos de intercambio.
 - Post-Lehman Brothers (setiembre 2007-setiembre 2008): restricciones de liquidez.
- En ambas fases, el BCRP actuó de una manera contra cíclica,
 - Se mantuvo la estabilidad financiera y se reanudaron rápidamente los flujos crediticios.



XXVIII Encuentro de Economistas BCRP

Política Monetaria y Estabilidad Financiera: Un Enfoque Macro-Prudencial

Zenón Quispe
18 de noviembre de 2010
