

**Recuadro 6****INFLUENCIA DE LAS EXPECTATIVAS DE LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA SOBRE EL AVANCE EN EL CUMPLIMIENTO DE LOS REQUERIMIENTOS DE ENCAJE DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS**

En este Recuadro se analiza la relación entre el avance del cumplimiento de los requerimientos mensuales de encaje de las entidades financieras y sus expectativas sobre la futura evolución de la tasa de política monetaria (TPM) del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). La caracterización de esta relación es importante para un adecuado manejo de la liquidez del mercado interbancario y una correcta implementación de la política monetaria.

Al definir el precio esperado de las reservas de encaje, las expectativas de cambio en la TPM proveen incentivos a las entidades financieras para variar el ritmo de acumulación de sus fondos de encaje durante el mes. Así, en aquellos periodos donde los agentes tienen expectativas de reducción de la TPM, se observa un avance de encaje más lento respecto a periodos con expectativas de mantenimiento de la tasa de referencia; mientras que, en periodos de expectativas de incrementos de la TPM, el ritmo de avance es más rápido respecto a episodios donde no se esperan cambios en esta tasa.

Requerimientos de encaje y el manejo de liquidez del BCRP en el mercado interbancario

El BCRP conduce diariamente operaciones de inyección y esterilización de liquidez en busca de equilibrar la oferta y demanda de fondos de encaje en un nivel consistente con su meta operativa de política monetaria, de tal manera que la tasa de interés interbancaria *overnight* (TIBO)³⁹ se ubique en su nivel de referencia. De esta forma, un correcto entendimiento de los factores que puedan afectar las condiciones de oferta y demanda de los fondos de encaje contribuye al diseño óptimo de las operaciones de liquidez del BCRP. Al respecto, se considera que, la oferta y demanda de fondos de encaje es explicada principalmente por (i) la necesidad de atender retiros de depósitos de los clientes, (ii) el cumplimiento de requerimientos mensuales de encaje exigible, entre otros factores. En este Recuadro, el análisis se centra en el segundo determinante.

Los requerimientos de encaje exigible de las entidades financieras son establecidos por el BCRP a través de una tasa de encaje mínima⁴⁰ y representan una obligación legal para estas entidades. Dada la naturaleza mensual promedio de estos requerimientos, las instituciones financieras pueden decidir acumular fondos de encaje diarios de manera diferenciada a lo largo del mes para el cumplimiento de su encaje exigible. En la Figura 1, se muestra la evolución de la parte de estos fondos que las empresas bancarias mantienen en el BCRP (cuenta corriente) y el correspondiente nivel de avance diario en la acumulación de requerimientos de encaje (en adelante, avance de encaje)⁴¹ en un mes promedio. El patrón usual en el mes de los fondos de encaje consiste en una tendencia decreciente⁴²: a inicios de mes,

39 La TIBO se define como la tasa interés promedio ponderada de los préstamos no colateralizados realizados entre empresas bancarias privadas en moneda nacional al plazo de un día hábil, excluyendo valores extremos para velar por la representatividad del indicador. La TIBO se determina de acuerdo con las condiciones de oferta y demanda en el mercado de préstamos interbancarios, espacio donde las empresas bancarias intercambian reservas líquidas en la forma de préstamos a plazo de un día hábil.

40 La tasa de encaje mínima define la proporción del promedio mensual de los depósitos diarios captados por las entidades financieras que deben mantenerse como reservas líquidas en la forma de caja en bóveda o en su cuenta corriente en el BCRP.

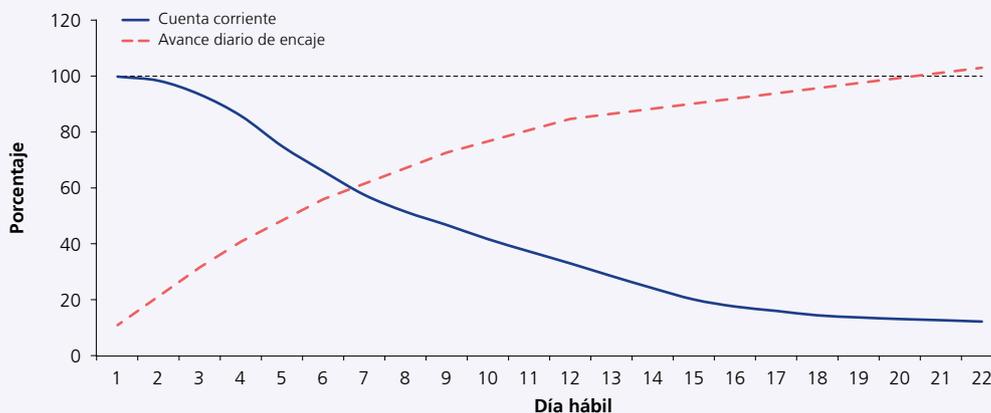
41 El avance diario en el cumplimiento de los requerimientos de encaje se define como la proporción de la cuenta corriente exigible del mes que una entidad ha acumulado hasta un determinado día. Se calcula según la fórmula:
$$\text{Avance de encaje diario}_t = \frac{\text{Cuenta corriente acumulada}_t}{\text{Cuenta corriente exigible del mes}}$$

42 La dinámica de los fondos de encaje que las entidades financieras mantienen en el BCRP no es homogénea entre entidades. Así, la tendencia decreciente descrita es explicada principalmente por los bancos grandes.

se acumulan fondos en mayores magnitudes y, por consiguiente, el nivel de avance de encaje diario se incrementa a una mayor velocidad. Conforme avanzan los días hábiles, el ritmo de acumulación se desacelera y con ello también el avance de encaje.

SENDA DE LA MEDIANA DE LA CUENTA CORRIENTE DE EMPRESAS BANCARIAS Y AVANCE DIARIO DE ENCAJE

(En porcentaje)



Nota: Para la construcción de la senda diaria de cuenta corriente de un mes promedio se tomó la mediana de la cuenta corriente de las empresas bancarias entre enero de 2023 y setiembre de 2024, y se normalizó a 100 por ciento la cuenta corriente del primer día hábil. Mientras que, para la senda diaria del avance de encaje, se empleó la fórmula referenciada en el pie de página número 3.

Considerando este patrón característico, el nivel de avance diario en la acumulación de requerimientos de encaje constituye un indicador natural para medir la existencia de presiones de oferta o demanda en el mercado interbancario. Por un lado, un avance de encaje elevado típicamente se asocia con una menor demanda de reservas, debido a que las entidades financieras se encontrarían más holgadas en el cumplimiento del requerimiento mensual. Ante una menor demanda, el BCRP tendería a reducir su oferta neta de fondos de encaje⁴³, hasta el punto en que las condiciones de oferta y demanda del mercado sean consistentes con su meta operativa. Por otro lado, un avance de encaje reducido se asocia con una mayor demanda. En este contexto, el BCRP tendería a incrementar su oferta neta de fondos para equilibrar las condiciones de oferta y demanda.

Influencia de las expectativas de la TPM sobre el avance de encaje

Dado que el avance de encaje constituye un indicador de las condiciones de oferta y demanda del mercado interbancario, es necesario caracterizar su comportamiento. Al respecto, los periodos de incrementos y reducciones de la TPM experimentados desde el 2017 muestran que las expectativas de cambio de la tasa de referencia son un factor relevante en la dinámica de este indicador.

Dada la meta operativa del Banco Central, la expectativa de la tasa de referencia define el valor esperado del precio promedio de las reservas de encaje (TIBO). Por tanto, ante una expectativa de reducción de la tasa de referencia, las entidades financieras esperarían acumular reservas a un menor precio tras la decisión de la TPM⁴⁴. Como resultado, encontrarían un incentivo a reducir su demanda por reservas los días previos a dicha decisión, y una vez se ejecute (o no) la reducción, compensar con una mayor demanda de reservas para cumplir con el requerimiento de encaje mensual. Por el contrario, ante una

43 La oferta neta de reservas se define como la diferencia entre los montos de las operaciones de inyección y esterilización de liquidez del BCRP, una vez incorporados los vencimientos netos de operaciones de días previos.

44 El Directorio del BCRP toma mensualmente la decisión sobre el nivel de la TPM. Esto ocurre típicamente el segundo jueves de cada mes.

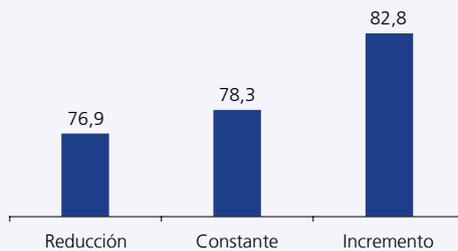


expectativa de incremento de la tasa de referencia, las entidades esperarían acumular reservas a un mayor precio tras la decisión de la TPM. Dado el menor costo de oportunidad de acumular fondos de encaje antes de la toma de la decisión, las entidades encuentran un incentivo a incrementar su demanda por reservas los días previos a la decisión y compensar reduciendo su demanda posteriormente.

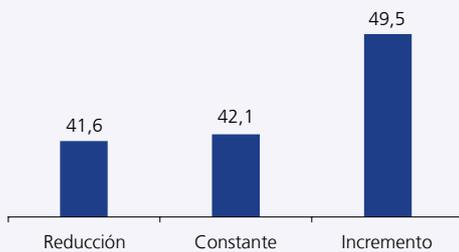
En línea con ello, como se muestra en el Panel A del siguiente gráfico, el avance de encaje diario promedio es menor en periodos en los que las entidades financieras esperan una reducción de la tasa de referencia. Por el contrario, en periodos en los que esperan un incremento, el avance de encaje diario promedio tiende a ser mayor. Al dividir el mes en cuatro semanas, se observa que esta relación tiende a manifestarse durante todo el periodo. Desde la primera semana, el avance de encaje diario promedio es menor en periodos de expectativas de reducción y mayor en periodos de expectativas de incremento. Luego, este patrón persiste durante la segunda, tercera y cuarta semana.

AVANCE DIARIO DE ENCAJE, PROMEDIO Y POR SEMANA
(En porcentaje)

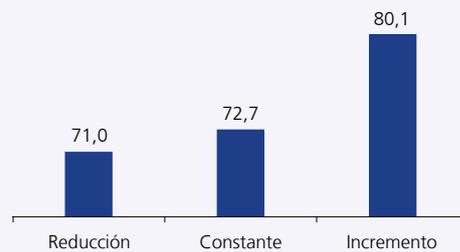
Panel A: Promedio



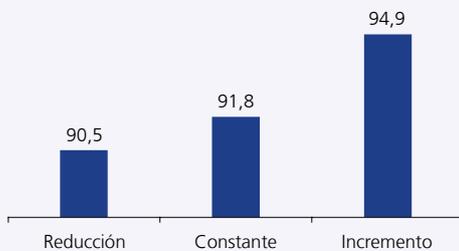
Panel B: Semana 1



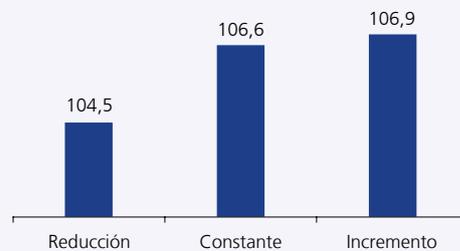
Panel C: Semana 2



Panel D: Semana 3



Panel E: Semana 4



* El avance promedio se calcula como el promedio de los avances en las cuatro semanas del mes.

**Se utilizan datos del avance de encaje diario de 39 entidades financieras entre enero de 2017 y setiembre de 2024.

En la misma línea, en la siguiente tabla se observa que el avance de encaje en la primera semana es significativamente mayor en periodos de expectativa de incremento que en episodios de expectativa de mantenimiento y reducción. En efecto, en el periodo de estudio, el 75 por ciento de los avances en los episodios de incremento se encuentra entre 46,3 y 52,5 por ciento, mientras que las cifras para los episodios de mantenimiento y reducción son, respectivamente, de 37,6 y 44,6 por ciento, y 38,5 y 43,6 por ciento.

**AVANCE DE ENCAJE EN LA PRIMERA SEMANA,
POR CUARTIL Y PERIODO DE EXPECTATIVA DE TPM**

(En porcentaje)

| Cuartil | Periodo de expectativa de TPM | | |
|-----------|-------------------------------|----------|------------|
| | Reducción | Mantener | Incremento |
| Cuartil 1 | 38,5 | 37,6 | 46,3 |
| Mediana | 41,0 | 41,2 | 48,9 |
| Cuartil 3 | 43,6 | 44,6 | 52,5 |

Esta regularidad también fue corroborada a través de la estimación de un modelo de regresión de efectos fijos con datos en frecuencia diaria de 39 empresas del sistema financiero entre enero de 2017 y setiembre de 2024, incluso al controlar por el episodio de la pandemia. Con lo cual se refuerza el argumento que las expectativas de cambio de la TPM influyen en el comportamiento del avance de encaje de las entidades financieras.

En periodos de expectativas de reducción, las entidades anticipan una futura reducción del precio de los fondos de encaje y, por tanto, tienen un avance de encaje más lento. En este contexto, un menor ritmo de acumulación de fondos de encaje no representaría necesariamente una señal de presiones de demanda en el mercado interbancario. Análogamente, en periodos de expectativas de incremento, las entidades anticipan un incremento del precio de los fondos de encaje, por lo que tienen un avance de encaje más rápido, lo cual no necesariamente señalaría presiones de oferta.

Esta información contribuye a mejorar la comprensión de la dinámica de la demanda de reservas del mercado interbancario. De esa manera, posibilita una mejor programación de las operaciones de inyección y/o esterilización de liquidez que el BCRP realiza para velar por el cumplimiento de su meta operativa y la implementación de la política monetaria.

