

P

olítica MONETARIA en períodos de turbulencia financiera

PAUL CASTILLO BARDÁLEZ *

Recientemente se ha puesto en discusión la secuencia en el uso de los instrumentos de política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP.

Este artículo analiza la respuesta de política monetaria del BCRP frente a la crisis financiera internacional, en particular, la racionalidad de la secuencia en el uso de sus instrumentos y su impacto en las condiciones monetarias y crediticias, y muestra que la política monetaria fue efectiva en aminorar el impacto de la mayor crisis internacional desde 1929 sobre el sistema financiero local.

Un primer aspecto que se debe resaltar, es la oportunidad con la que actuó el BCRP frente a la crisis financiera internacional. Días después que se produjo la quiebra de Lehman Brothers, el BCRP redujo las tasas de encaje en moneda extranjera, y semanas después, las de encaje en moneda nacional. Asimismo, incrementó el volumen y plazo de sus operaciones de inyección de liquidez. Estas acciones fueron efectivas para reducir la volatilidad de los mercados de dinero y cambiario, lo que evitó que el deterioro de las condiciones crediticias externas afectara severamente al sistema financiero local.

Un segundo aspecto es la secuencia en el uso de sus instrumentos. Primero, inyección de liquidez en moneda nacional y extranjera con el objetivo de estabilizar los mercados de dinero y cambiario. Luego, cuando se logró este primer cometido, reducciones sucesivas en la tasa de referencia desde 6,5 por ciento en enero de 2009 hasta 1,25 por ciento en la actualidad, para amortiguar el impacto de la crisis financiera internacional en la demanda agregada, sin descuidar el control de la inflación. Esta secuencia fue fundamental para la efectividad de la política monetaria.

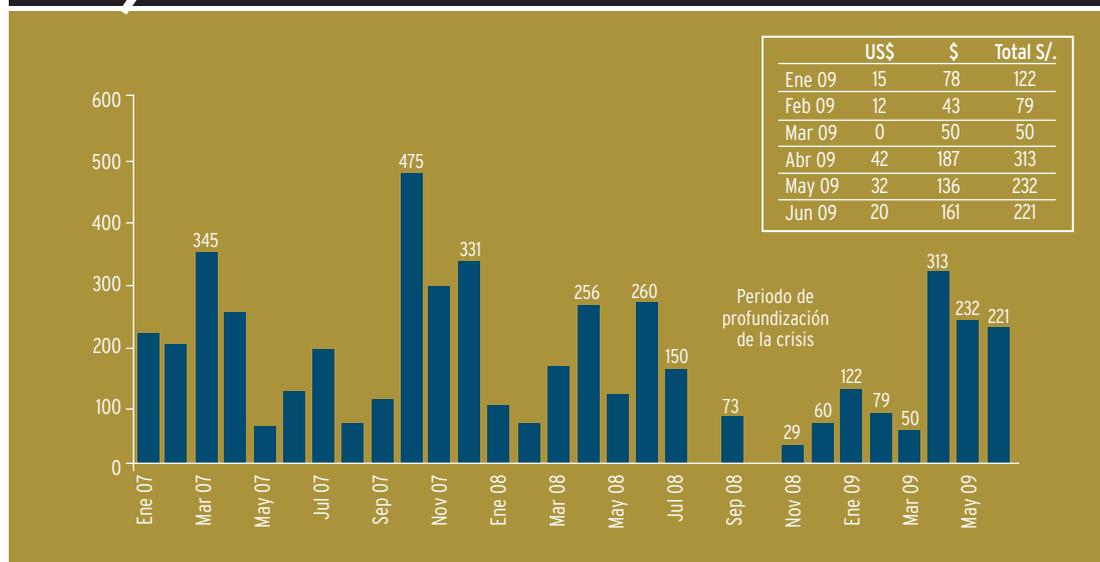
Si se analizan con detenimiento las condiciones de los mercados monetarios y cambiarios entre

octubre 2008 y febrero 2009, se puede observar que existieron fuertes desequilibrios entre oferta y demanda que potencialmente, de no haber intervenido oportunamente el BCRP, habrían generado importantes presiones al alza en las tasas de interés y el tipo de cambio, con efectos negativos en la estabilidad del sistema financiero y en la posición financiera de las empresas. Por un lado, el deterioro de las condiciones crediticias externas en setiembre de 2008, se tradujo en un incremento importante en la demanda por liquidez tanto en moneda nacional cuanto en moneda extranjera. Por otro, los inversionistas institucionales locales, redujeron drásticamente el plazo de sus depósitos en el sistema financiero, lo que presionó sobre la disponibilidad de liquidez de los bancos y generó desvíos transitorios de la tasa interbancaria respecto a la tasa de referencia e incrementó las tasas activas preferenciales.

Este cambio de portafolio de activos en moneda doméstica de largo plazo hacia aquellos de corto plazo, también empujó la curva de rendimiento de los bonos soberanos, lo que encareció transitoriamente el financiamiento a largo plazo del sector privado vía el mercado de capitales. El impacto inicial fue tal que durante el mes de octubre, no se observaron emisiones de bonos privados en el mercado. (Gráfico 1).

Simultáneamente, se elevó fuertemente la demanda por moneda extranjera, tanto de inversionistas locales como extranjeros, lo que generó una fuerte presión al alza en el tipo de cambio. Como se ilustra en el gráfico 2, entre setiembre 2008 y febrero 2009, la posición de cambio de los bancos se incrementó en US\$ 1 261 millones, la demanda del público, particularmente

GRÁFICO 1 ■ Emisión de bonos por oferta pública de empresas no financieras* (en millones en nuevos soles)



* LAS EMISIONES EN DÓLARES SE VALORIZAN AL TIPO DE CAMBIO CONSTANTE DE S/ 3,0 POR DÓLAR.
FUENTE: NOTA SEMANAL, BCRP.

de inversionistas institucionales, se incrementó en US\$ 966 millones, y de agentes no residentes en US\$ 1 872. Una evolución similar se observó en el mercado forward, en el que la demanda por moneda extranjera se incrementó en US\$ 2 844 millones. En total el Banco Central enfrentó una presión cambiaria al alza de US\$ 6 943 millones.

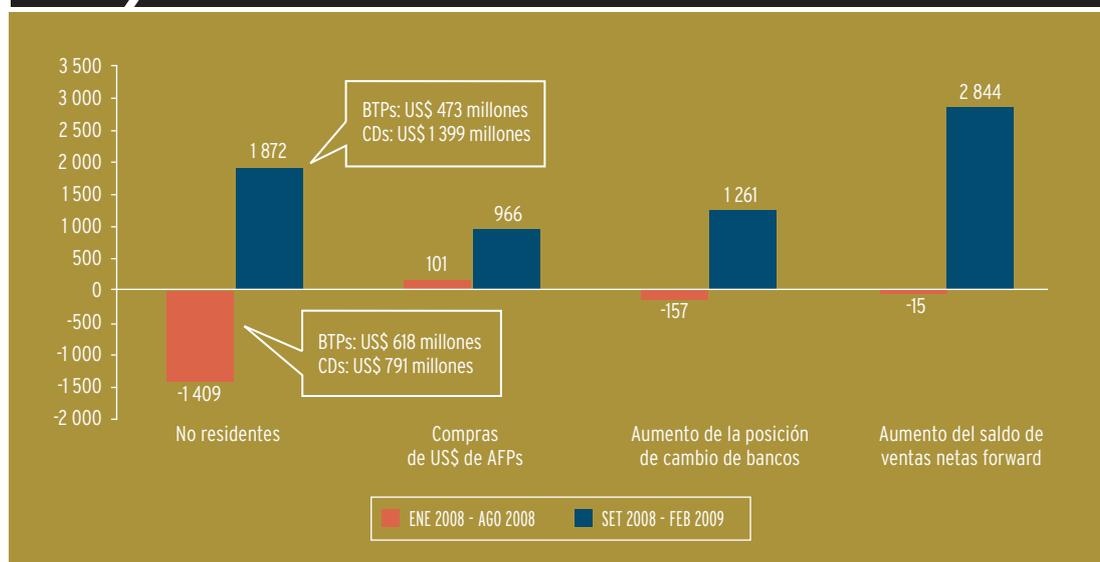
En ese contexto, de incertidumbre y de rebalances de portafolio, era fundamental que el BCRP restaure la confianza de los participantes de mercado de tal manera que no se afectaran las condiciones crediticias, esto es que la incertidumbre en los mercados de dinero y cambiario, no se traslade a la oferta de crédito y las tasas de interés activas del sistema financiero. Para ello, las acciones de política monetaria se orientaron a corregir los desequilibrios observados en cada uno de los mercados afectados.

En primer lugar, con la finalidad de inyectar liquidez tanto en moneda nacional cuanto en moneda extranjera, se redujeron las tasas de encaje marginal en moneda nacional de niveles de 25 a 6 por ciento, y en moneda extranjera de 49 a 30 por ciento. Asimismo, se incrementó el plazo de las operaciones de reporte del BCRP hasta un año y se realizaron operaciones *swaps* en moneda extranjera. Con estas operaciones se inyectó liquidez por un total de S/. 24 458 millones de soles, y se logró revertir progresivamente el incremento en el *spread* de las tasas de corto plazo y restaurar el fondeo de mayor plazo en los bancos¹. Igualmente, el BCRP

recompró sus propios CDBCRP en el mercado secundario y participó con propuestas de compra de bonos del tesoro a varios plazos, con la finalidad de darle más liquidez a estos mercados y con ello revertir el empinamiento de la curva de rendimiento. Asimismo, con la finalidad de enfrentar las presiones en el mercado cambiario, el BCRP vendió moneda extranjera por un total de US\$ 6 847 millones y colocó Certificados de Depósito Reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP) por US\$ 3 243 millones. Esta inyección de moneda extranjera fue efectiva para contener una potencial depreciación abrupta en el tipo de cambio.

Lo que el BCRP no hizo durante este periodo fue reducir la tasa de referencia. En este contexto, una rápida reducción en la tasa de referencia del BCRP no hubiera contribuido a estabilizar el mercado monetario y cambiario. Por el contrario, hubiera generado mayores presiones depreciatorias, afectando negativamente la posición financiera de empresas y familias con deudas en moneda extranjera. La tasa de referencia afecta la evolución del tipo de cambio, principalmente a través del mercado *forward*, debido a que una reducción de esta tasa abarata la especulación en contra de la moneda local, por lo que se incrementa la demanda por dólares a futuro. Esto a su vez eleva la demanda por dólares en el mercado *spot* de los bancos que buscan cubrir las posiciones que se generan en el mercado *forward*. Este efecto es mayor en periodos de turbulencia financiera².

GRÁFICO 2 ■ Mercado cambiario: Movimientos de portafolio



¹ Para un análisis detallado de la respuesta de política monetaria entre setiembre 2008 y febrero 2009, y de los instrumentos de política monetaria utilizados, ver: Contreras, León y Quispe, "La Crisis Global 2007-2009 y la Política Monetaria del Banco Central de Reserva del Perú", revista Moneda 139, 2009.

² De acuerdo con Humala (2006), DT 2006-002, BCRP, en periodos de turbulencia financiera, reducciones en la tasa de referencia generan mayores presiones depreciatorias en la moneda local.

CUADRO 1 Operaciones de inyección monetaria (en millones de nuevos soles)

	SalDOS		Flujo (b) - (a)
	Ago-08 (a)	Abril-09 (b)	
Total	-39 002	-14 544	24 458
Repo		7 877	7 877
CDs BCRP ^{1/}	-34 024	-19 750	14 275
Swap		0	0
Encaje	-4 978	2 307	2 307

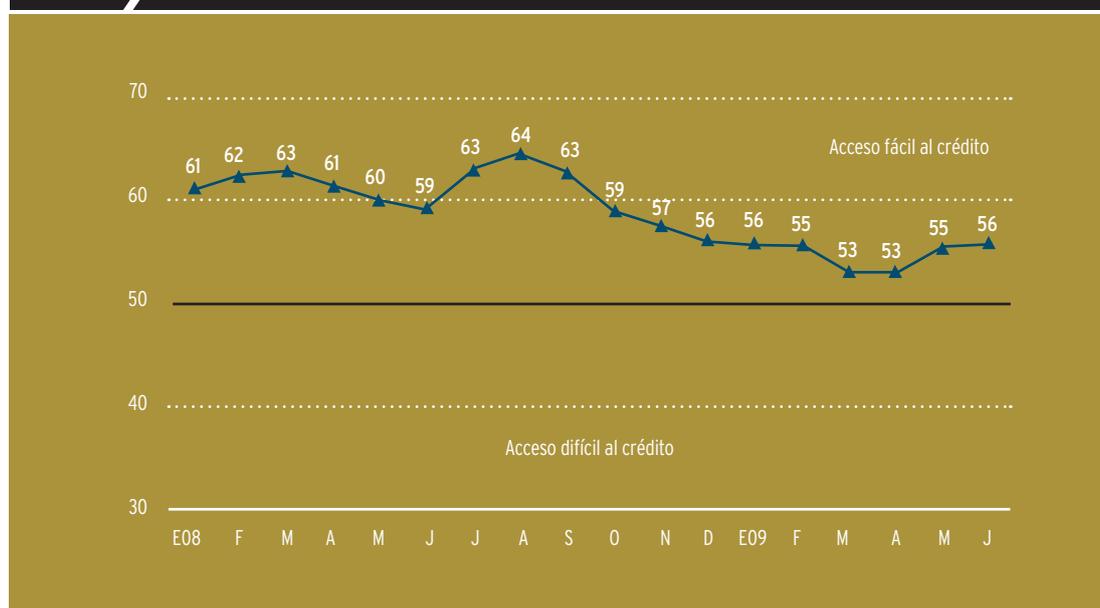
^{1/} INCLUYE LOS CD BCRP, CD BCRP-NR Y CDR BCRP.

El otro aspecto a tener en cuenta es que cuando los mercados de dinero se encuentran volátiles, como en el periodo setiembre 2008 - febrero 2009, el efecto traspaso de la tasa de referencia hacia el resto de tasas disminuye debido a que los bancos enfrentan una mayor incertidumbre sobre su costo de fondeo. Por ejemplo, si la reducción de la tasa de referencia genera una mayor preferencia por moneda extranjera en los inversionistas institucionales, que los lleva a comprar dólares y liquidar sus depósitos en los bancos, la prima por liquidez en moneda nacional en el mercado interbancario puede incluso ser mayor que antes de la reducción de la tasa de referencia, con lo que los bancos terminarían pagando un costo de fondeo mayor a pesar de una menor tasa de referencia. Resulta esencial, por lo tanto, para garantizar la efectividad de la reducción de la tasa de referencia, que ésta se produzca cuando los mercados de dinero y cambiarios se encuentran estabilizados.

Igualmente importante para la efectividad de la política monetaria es mantener las expectativas de la inflación ancladas. Para ello fue fundamental que el BCRP conserve su posición de política hasta que las expectativas de inflación muestren un punto de inflexión. Una reducción drástica de la tasa de referencia, en un contexto de crecientes expectativas de inflación, hubiera puesto en riesgo la estabilidad monetaria.

En última instancia, la efectividad de las acciones de política monetaria debe medirse por la evolución de las condiciones monetarias y crediticias. Como se muestra en el gráfico 3, de acuerdo con la encuesta de expectativas a un grupo de 350 empresas del sector real, el acceso al crédito se ha mantenido en el tramo fácil aún durante el periodo de mayor estrés en el sistema financiero, octubre 2008 – febrero 2009, evidenciando la efectividad de las acciones de política monetaria y, a partir de abril, viene mostrando una continua mejora.

GRÁFICO 3 Índice de acceso al crédito



FUENTE: ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS, BCRP, JUNIO 2009

Esta mejora en las condiciones crediticias se ha traducido en una importante reducción de las principales tasas de interés del sistema financiero, en particular de las tasas de preferenciales activas y pasivas, y de las tasas de los bonos de gobierno. Tal como se observa en el gráfico 4, las tasas preferenciales se han reducido alrededor de 350 puntos básicos. En el caso de las tasas de préstamos comerciales, la reducción se ha ubicado entre 100 y 150 pbs.

Un aspecto importante a resaltar es que las tasas de interés, en particular las tasas preferenciales y las de los bonos de gobierno, comenzaron a disminuir antes de la reducción de las tasas de referencia, a partir de noviembre de 2008, en respuesta a las acciones de inyección de liquidez del Banco Central.

Asimismo, estas acciones de política monetaria, han permitido que los flujos de crédito al sector privado se mantengan en niveles promedio de S/. 1 281 millones entre setiembre 2008 y mayo 2009, niveles cercanos a los observados en el periodo previo a la crisis. Igualmente, la estabilidad de los mercados de dinero y de capitales está favoreciendo una rápida recuperación del dinamismo del mercado de bonos privados que, en los últimos meses, ha mostrado volúmenes de emisiones similares a los observados en el periodo pre-crisis. No sólo estos volúmenes se han incrementado, sino que su costo se ha reducido en línea con la disminución de las tasas de los bonos soberanos.

Ex post resulta claro que la estabilidad en los mercados monetarios y cambiarios alcanzada en respuesta a las acciones de inyección de liquidez del BCRP, ha permitido al Banco Central una

La secuencia en el uso de sus instrumentos fue fundamental en la efectividad de la política monetaria

reducción importante en la tasa de referencia del mercado monetario, que se está transmitiendo –rápida y efectivamente– al resto de tasas de interés, y con ello, está contribuyendo a mejorar las condiciones crediticias. De esta manera, el BCRP está efectivamente desarrollando una política monetaria contracíclica, algo que no ha sido posible de implementar en periodos de crisis anteriores. Este hecho que puede pasar desapercibido tiene enorme importancia para la sostenibilidad del crecimiento y la demanda agregada en el corto plazo, y debería ser resaltado con mayor frecuencia en la discusión de política económica. ■

GRÁFICO 4 ■ Disminución acumulada de las tasas de interés (variación febrero-junio 2009, en puntos básicos)

