

# Tasa de interés

## DE POLÍTICA MONETARIA Y LOS Requerimientos de encaje

ZENÓN QUISPE\* Y JOSÉ BUSTAMANTE\*\*

En el esquema de metas de inflación del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), la tasa de referencia es la meta operativa de la política monetaria. Sin embargo, el BCRP también utiliza otros instrumentos como la intervención cambiaria y los encajes con el objetivo de reducir los riesgos asociados a la dolarización financiera. En este artículo se analizan el rol de la tasa de referencia para la estabilidad de precios y la gestión del encaje para prevenir una evolución desordenada del crédito originada en movimientos repentinos de las fuentes de financiamiento de origen externo y/o interno.

\* Asesor de la Gerencia General del BCRP.  
zenon.quispe@bcrp.gob.pe

\*\* Especialista en Política Monetaria del BCRP.  
jose.bustamante@bcrp.gob.pe

En el esquema de metas explícitas de inflación, la tasa de interés de referencia es la meta operativa del Banco Central cuyas modificaciones se orientan a mantener la inflación bajo control. El Gráfico 1 ilustra claramente el rol de la tasa de referencia del BCRP que sube cuando las expectativas de inflación son mayores, como una señal para inducir el retorno de las expectativas a la meta<sup>1</sup>.

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. La estructura por plazos de las tasas de interés de mercado; y
- iii. Los cambios en valoraciones relativas de activos en moneda nacional y en moneda extranjera.

Así, con el manejo de la tasa de referencia, el Banco Central establece el nivel de tasas de interés consistente con la estabilidad de precios. Una vez establecido el nivel de la tasa de referencia, el Banco Central ajusta las condiciones monetarias mediante operaciones de mercado abierto para anclar la tasa de interés del mercado interbancario a la tasa de referencia.

Como se mencionó, el esquema de metas de inflación del BCRP también utiliza otros instrumentos de política monetaria, como la intervención cambiaria y los encajes con el objetivo de reducir los riesgos asociados a la dolarización financiera (Rossini et. al. 2014). Recientemente, varios bancos centrales han incrementado el uso de otros instrumentos de política monetaria con

el objetivo de potenciar su efectividad y reducir el riesgo de formación de vulnerabilidades en el sistema financiero.

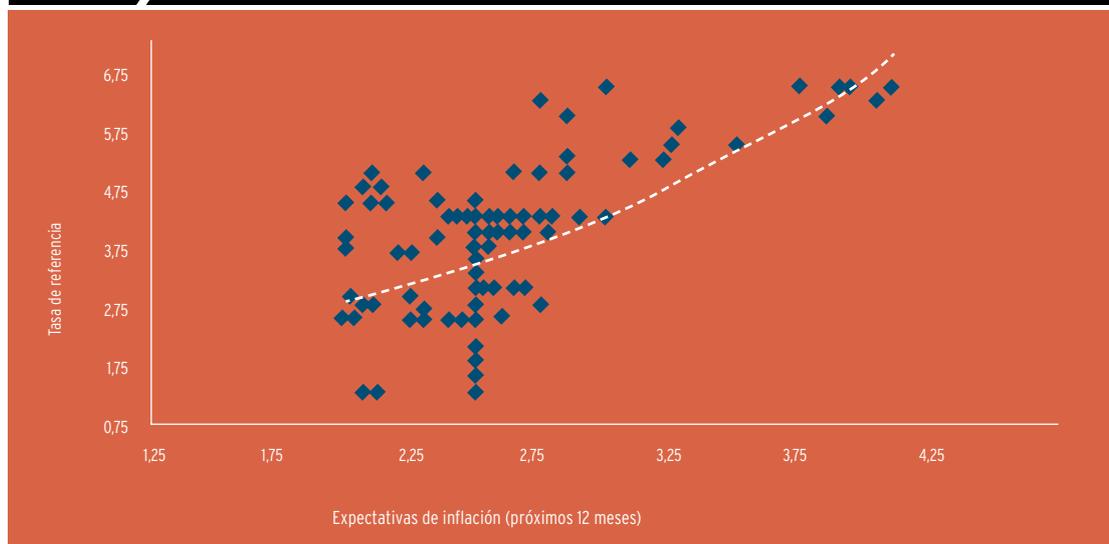
El objetivo principal del encaje es prevenir una evolución desordenada del crédito originada en movimientos repentinos de las fuentes de financiamiento de origen externo y/o interno. (Rossini y Quispe 2011). Así por ejemplo, un aumento en los requerimientos de encaje atenúa las expansiones del crédito financiadas por fuertes entradas de capitales, permitiendo además la acumulación preventiva de reservas internacionales (ver Gráfico 2).

El uso del encaje toma en cuenta las distintas fuentes generadoras de riesgos macro-financieros asociados a la estructura de las obligaciones de las entidades financieras. Por ejemplo, la tasa de encaje para los depósitos en moneda nacional es actualmente 12,0 por ciento (11,5 por ciento a partir de julio de 2014), 50 por ciento para los adeudados externos de corto plazo y 20 por ciento para los de largo plazo, y 120 por ciento para los depósitos en moneda nacional por parte de inversionistas financieros no residentes.

El BCRP utiliza de manera activa los requerimientos de encaje tanto en soles como en dólares con el objetivo de contribuir a una evolución ordenada de la liquidez y del crédito, en un contexto de elevados y volátiles flujos de capitales. Así, desde 2011 hasta abril de 2013, se elevaron los encajes tanto en soles como en dólares, y se establecieron nuevos requerimientos de encaje orientados a reducir los incentivos de los bancos a prestar en dólares, particularmente a las familias, las que son las más expuestas al riesgo cambiario crediticio.

Estos altos requerimientos de encajes aplicados

**GRÁFICO 1** ■ Tasa de referencia del BCRP y expectativas de inflación (Porcentaje)



<sup>1</sup> La pendiente de la relación entre la tasa de referencia y las expectativas de inflación de los próximos 12 meses es 1,47.

durante todo este periodo permitieron mejorar la resistencia de la economía peruana a una parada abrupta del flujo de capitales del exterior.

Con esta estrategia, se han limitado los efectos de la flexibilización cuantitativa en las economías desarrolladas (Quantitative Easing, QE en sus siglas en inglés) mediante ajustes cuantitativos a través del aumento en los requerimientos de encaje sobre las obligaciones de las entidades financieras que operan en el mercado doméstico (Quantitative tightening, QT).

Estas medidas han fortalecido el nivel de liquidez internacional de la banca doméstica, y han limitado su exposición a capitales de corto plazo. Con ello han potenciado la capacidad del sistema financiero para enfrentar una reversión de estos flujos de capitales. Las medidas de encaje aplicadas durante este periodo, evitaron un crecimiento desmedido del crédito, y unas tasas de interés en dólares extraordinariamente bajas, situación que contribuyó a que el nivel de 4,25 por ciento de la tasa de referencia durante este periodo sea el consistente con el objetivo de mantener la inflación en el rango meta en el horizonte de proyección.

Desde mayo de 2013, con el incremento de la probabilidad de un recorte de las medidas de expansión cuantitativa del sistema de Reserva Federal (banco central estadounidense, conocido comúnmente como FED) que se concretaron en diciembre último con el anuncio de una reducción del estímulo monetario desde US\$ 85 mil millones mensuales a US\$ 75 mil millones a partir de enero 2014, a US\$ 65 mil millones en febrero, a US\$ 55 mil millones mensuales en marzo; y a US\$ 45 mil millones desde mayo y a US\$ 35 mil millones desde julio del 2014; se produjo una importante corrección en el valor de las monedas y en el rendimiento de los bonos soberanos de las economías emergentes.

Las medidas de encaje adoptadas previamente permitieron afrontar este periodo de mayor volatilidad en los mercados financieros, sin comprometer la evolución del crédito que, además, permitió tener altos requerimientos de encaje que pueden ser gradualmente reducidos ante cualquier parada abrupta del flujo de capitales del exterior. Así, el BCRP redujo desde junio de 2013 la tasa de encaje en soles en 8,5 puntos porcentuales, de 20,0 a 12,0 por ciento a junio 2014 (y a 11,5 por ciento a partir de julio de 2014), lo que permite otorgar la liquidez suficiente para satisfacer la mayor demanda por crédito en soles. El crédito al sector privado en soles aceleró su tasa de crecimiento desde 16,8 por ciento en abril de 2013 a 24,1 por ciento en abril de 2014, sustituyendo el crédito en dólares. Con ello se logró acelerar el proceso de desdolarización del crédito, sin generar presiones al alza en las tasas de interés en soles.

Para reforzar el proceso de desdolarización del crédito y reducir aún más la vulnerabilidad a los

---

---



## El encaje permitió expandir el crédito en soles ante ajustes en las condiciones financieras globales



---

---

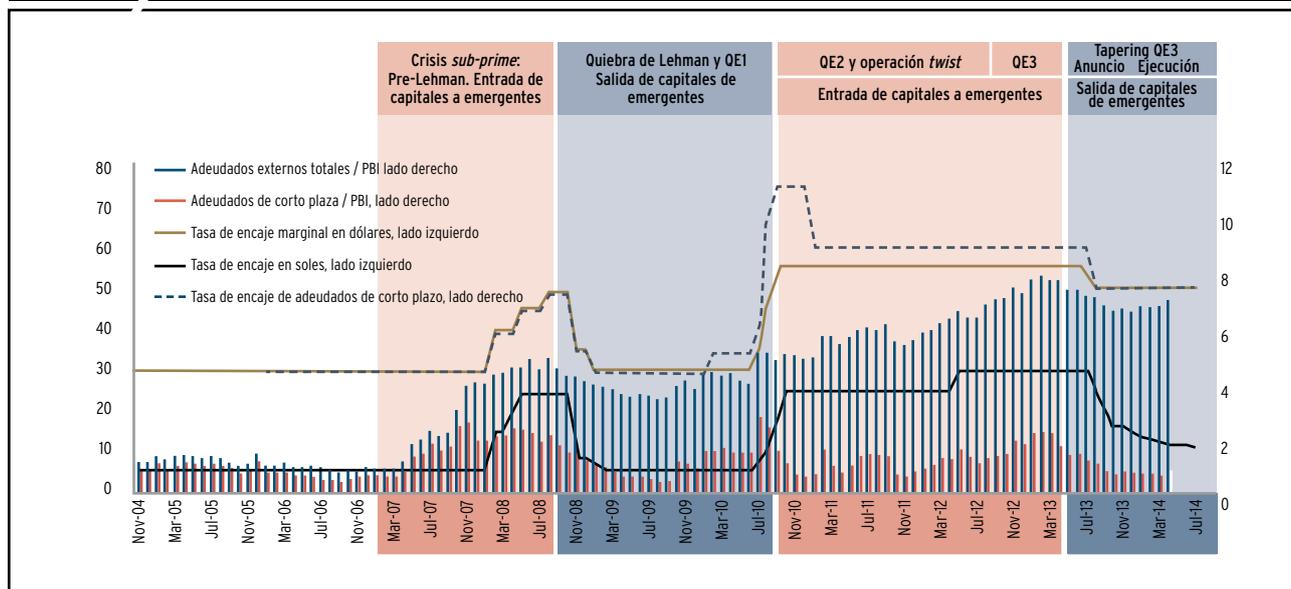
riesgos de la dolarización financiera, en octubre de 2013 se estableció un esquema de encaje adicional sobre las obligaciones en moneda extranjera de las entidades financieras, condicional al ritmo de expansión del crédito en dólares con respecto al saldo alcanzado en setiembre de 2013. (Por ejemplo, si la expansión del crédito en dólares de una entidad financiera supera el 5 por ciento del nivel de setiembre de 2013, entonces la entidad deberá encajar adicionalmente 1,5 puntos porcentuales de sus obligaciones en dólares).

De esta manera, las medidas de encaje han permitido moderar la expansión del crédito en el periodo de altos influjos de capitales (antes de abril de 2013), y posteriormente, apoyar la expansión del crédito en soles, luego del cambio de las condiciones financieras internacionales.

La experiencia de los bancos centrales frente a la crisis financiera global ha mostrado la necesidad de utilizar un conjunto más amplio de instrumentos, y la necesidad de tomar medidas preventivas que limiten la formación de riesgos en el sistema financiero. Así, el uso combinado de los encajes y de la tasa de interés de referencia en el caso del BCRP es una muestra de este nuevo enfoque orientado a la administración de riesgos y acciones preventivas. Los resultados en términos de inflación, y de la evolución de las condiciones crediticias durante la crisis financiera internacional, y más recientemente frente a la mayor turbulencia generada, primero, por la posibilidad y luego por el recorte del programa de compra de activos de la FED, muestran la efectividad de este esquema.

Así, por ejemplo, los periodos antes y después de la quiebra de Leman-Brothers mostraron escenarios en los cuales fue necesario utilizar anticipadamente medidas de encaje. El periodo previo a la quiebra de Lehman-Brothers se caracterizó por importantes influjos de capitales, alto dina-

**GRÁFICO 2** ■ Requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera y adeudados externos de la banca



mismo de la actividad económica y del crédito y una inflación que estaba por encima del rango meta. En este contexto, si el Banco Central elevaba la tasa de interés para controlar la inflación y el crecimiento del crédito, se arriesgaba a mayores entradas de capitales que son fuentes de liquidez, lo que aumentaría el dinamismo del crédito y los precios de activos con consecuencias adversas para el sistema financiero (Montoro y Moreno 2011). En esa línea, el Banco Central decidió elevar los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera, lo que permitió neutralizar el flujo de capitales que amenazaba expandir la liquidez del sistema financiero a niveles excesivamente elevados. Además, dichas medidas permitieron contrarrestar el excesivo dinamismo del crédito en soles y en dólares, controlando así la dinámica de la demanda interna y su impacto sobre la inflación.

Luego de la quiebra de Leman-Brothers, las restricciones de liquidez global y salidas de capitales endurecieron las condiciones de financiamiento

en soles y dólares. Este contexto de restricción de liquidez e incertidumbre en los mercados financieros (que se reflejaron en menores transacciones en el mercado de dinero y una elevada preferencia por liquidez de los agentes económicos) provocó importantes salidas de capitales. La generalización de ese comportamiento quebró los canales de transmisión de la tasa de política monetaria (tasa de referencia) hacia las tasas de interés de los mercados de dinero y crediticios en la mayor parte de los países del mundo. El estrés financiero y la alta aversión al riesgo bloquearon los canales de transmisión de la tasa de política, reduciendo significativamente su capacidad de señal de la posición de la política monetaria. Por ello, en el caso peruano, la mejor opción fue la adopción de medidas de política no convencionales (Quispe y León 2010). Así, inmediatamente después de la quiebra de Leman-Brothers, el Banco Central redujo los encajes en soles y en dólares para proveer la liquidez necesaria al sistema financiero asegurando el normal funcionamiento del sistema de pagos, reduciendo los excesivos spreads de las tasas de interés en los mercados de dinero, de capitales y de créditos, con lo que se evitó una parada repentina de los créditos.

Por lo tanto, en la crisis 2008 – 2010 se muestra que el manejo de ésta por parte del Banco Central requirió, en primer lugar, una combinación de medidas de encaje y luego, una política de tasas de interés (Quispe, León y Contreras 2009). Esto se debió a la necesidad de primero restablecer los canales de transmisión de la tasa de interés de referencia que se interrumpió durante estos episodios adversos y luego, una vez restablecidos los canales de transmisión, aplicar medidas convencionales.

**REFERENCIAS**

- Montoro C., and R. Moreno (2011): "The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America", BIS Quarterly Review, marzo.
- Quispe Z., y D. León (2010): "El encaje como instrumento no convencional de política monetaria", BCRP, Revista Moneda, No. 143, abril.
- Quispe Z., D. León y A. Contreras (2009): "La crisis global 2007-2009 y la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú", BCRP, Revista Moneda, No. 139, marzo 2009.
- Rossini R., A. Armas and Z. Quispe (2014): "Global Policy Spillovers and Peru's Monetary Policy: Inflation Targeting, Foreign Exchange Intervention and Reserve Requirements", forthcoming in BIS papers.
- Rossini R., y Z. Quispe (2011): "Monetary Policy during the Global Financial Crisis of 2007-09: the Case of Peru", BIS papers, No. 54.