

M edidas del BCRP frente a la pandemia del NUEVO CORONAVIRUS

CARLOS MONTORO*, FERNANDO PÉREZ**
Y RAFAEL HERRADA***

En este artículo se comentan las diversas medidas que el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ha venido desarrollando y aplicando desde marzo de 2020 para salvaguardar la economía nacional ante los efectos del COVID-19. Estas están orientadas a reducir el costo de financiamiento, proveer de liquidez al sistema financiero y reducir la volatilidad de tasas de interés de largo plazo y del tipo de cambio.



* Gerente de Política Monetaria del BCRP
carlos.montoro@bcrp.gob.pe



** Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP
fernando.perez@bcrp.gob.pe



*** Supervisor Líder, Departamento del Programa Monetario del BCRP
rafael.herrada@bcrp.gob.pe

Desde el anuncio del estado de emergencia a nivel nacional para contener la expansión del COVID-19, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ha tomado medidas monetarias y financieras orientadas a promover el correcto funcionamiento de los mercados. Dichas medidas se enfocaron en la reducción del costo de financiamiento, la provisión de liquidez al sistema financiero y la reducción de la volatilidad de tasas de interés de largo plazo y del tipo de cambio¹.

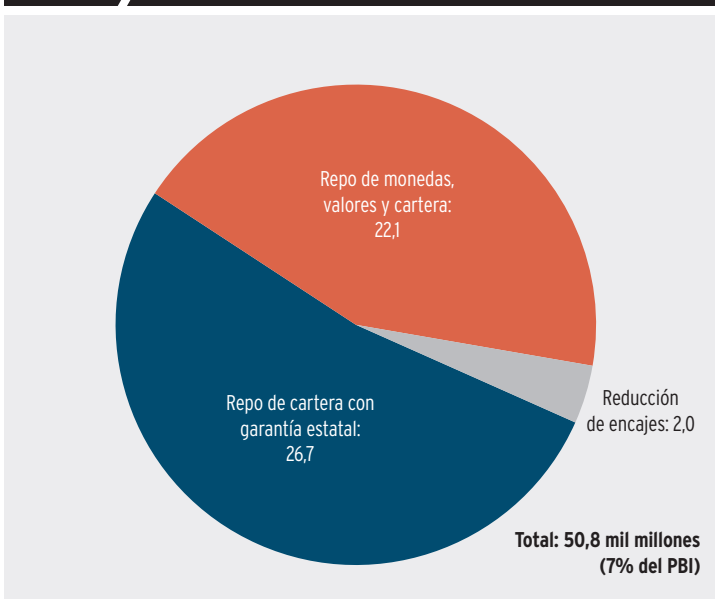
Se calcula que al 24 de julio de 2020 las operaciones de inyección del BCRP totalizan un monto de S/ 50,8 mil millones (7 por ciento del PBI), de los cuales S/ 22,1 mil millones corresponden a operaciones repo de valores, monedas y cartera, y S/ 26,7 mil millones al monto liquidado de repo de cartera con garantía del Gobierno Nacional (en el marco del programa Reactiva Perú), el cual puede aumentar hasta S/ 60 mil millones con su ampliación. Cabe señalar que, adicionalmente, se han liberado fondos de encaje de las entidades financieras por un monto estimado de S/ 2 mil millones, y se han creado dos programas adicionales de inyección de liquidez: el Programa de Garantía del Gobierno Nacional a la Cartera Crediticia de las Empresas del Sistema Financiero y las operaciones de reporte condicionadas a la refinanciación de cartera de créditos.

1. ESTÍMULO MONETARIO

En un contexto de fuerte contracción de la demanda interna, y de un entorno internacional de recesión global, el BCRP viene aplicando una política monetaria expansiva, lo que lo ha llevado a reducir la tasa de referencia a su mínimo histórico de 0,25 por ciento. Sin embargo, dado el tamaño del choque, se está ampliando el impulso monetario más expansivo mediante medidas cuantitativas no convencionales de política monetaria.

En términos de comunicación, el Directorio del BCRP ha enfatizado que “continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y la cadena de créditos de la economía” y “considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva por un período prolongado y mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes”. De esta manera, el BCRP ha dado guías sobre la posición futura de política monetaria, brindando más información al mercado para la formación de expectativas. Asimismo, indicó que “el Banco Central se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades”.

GRÁFICO 1 ■ Operaciones de inyección del BCRP
(En miles de millones de soles)

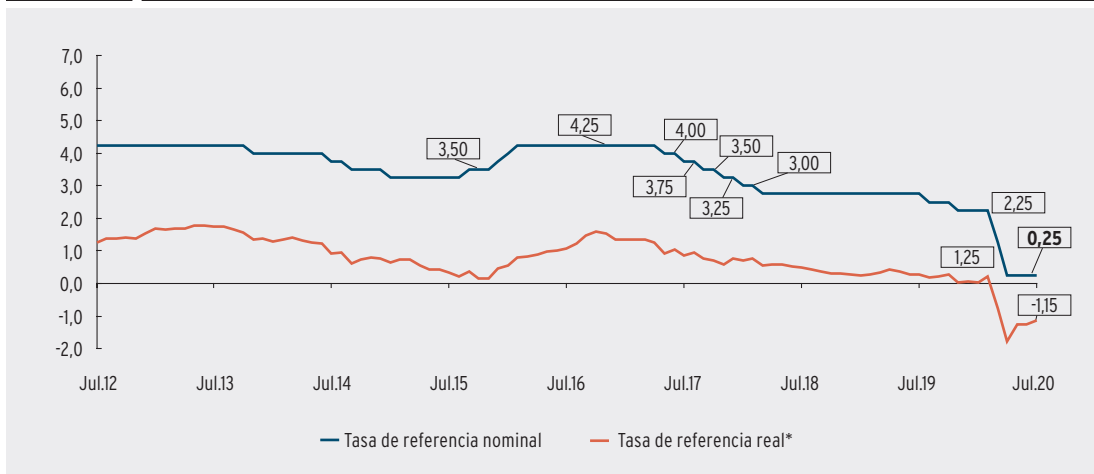


CUADRO 1

1	<p>REDUCCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA</p> <ol style="list-style-type: none"> Reducción de la tasa de interés de referencia entre marzo y abril, de 2,25 a 0,25 por ciento, su mínimo histórico. Guía Futura: El Directorio del BCRP ha enfatizado que considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva por un período prolongado y que se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades.
2	<p>FLEXIBILIZACIÓN DE LOS REQUERIMIENTOS DE ENCAJE</p> <ol style="list-style-type: none"> Reducción de la tasa de encaje en soles de 5% a 4% y de la tasa de encaje para obligaciones en dólares con plazos menores a 2 años con entidades financieras extranjeras de 50% a 9%. Reducción del requerimiento mínimo de cuenta corriente en soles de los bancos en el BCRP de 1,0% a 0,75%. Suspensión del requerimiento adicional de encaje asociado al crédito en dólares.
3	<p>PROVISIÓN DE LIQUIDEZ AL SISTEMA FINANCIERO</p> <ol style="list-style-type: none"> Plazos de 6 meses a 3 años para repos de valores y monedas. Flexibilización de la operación de repo de cartera alternativo (incluye <i>factoring</i>, entidades con calificación hasta B+, reducción a S/ 300 000 el monto mínimo de garantía). Flexibilización de facilidad de ventanilla (eliminación de límite de operaciones). Nuevas facilidades de liquidez: (i) operaciones de reporte de créditos con garantía del Gobierno Nacional (Reactiva Perú); (ii) operaciones de reporte condicionadas a la refinanciación de cartera de créditos, y (iii) Programa de Garantía del Gobierno Nacional a la Cartera Crediticia de las Empresas del Sistema Financiero.
4	<p>REDUCCIÓN DE LA VOLATILIDAD EN TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO Y DEL TIPO DE CAMBIO</p> <ol style="list-style-type: none"> Intervención cambiaria principalmente mediante derivados (saldo máximo alcanzado de <i>swaps</i> cambiarios en modo venta desde el inicio del estado de emergencia: US\$ 2 279,1 millones el día 15 de abril). Ampliación de los límites para el encaje adicional en soles asociado a las ventas de instrumentos derivados cambiarios de los bancos. El BCRP puede hacer con las AFP repos de valores con bonos soberanos y compra directa de moneda extranjera.

¹ En el presente artículo se reportan medidas al 29 de junio de 2020.

GRÁFICO 2 ■ Tasa de interés de referencia (En porcentaje)



* CON EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN.

2. FLEXIBILIZACIÓN DE LOS REQUERIMIENTOS DE ENCAJE

En el contexto actual se han flexibilizado las condiciones financieras, facilitando el entorno para la expansión del crédito y así evitar el rompimiento de la cadena de pagos. Con ello, con el objetivo de liberar fondos prestables resguardados en cuenta corriente de encaje de las entidades financieras, y así contribuir a flexibilizar las condiciones financieras, el BCRP tomó las siguientes medidas que rigen a partir del periodo de encaje del mes de abril²:

- a. La reducción del encaje mínimo legal en soles de 5 por ciento a 4 por ciento.
- b. La reducción del requerimiento mínimo de cuenta corriente en soles de 1 por ciento a 0,75 por ciento del TOSE.

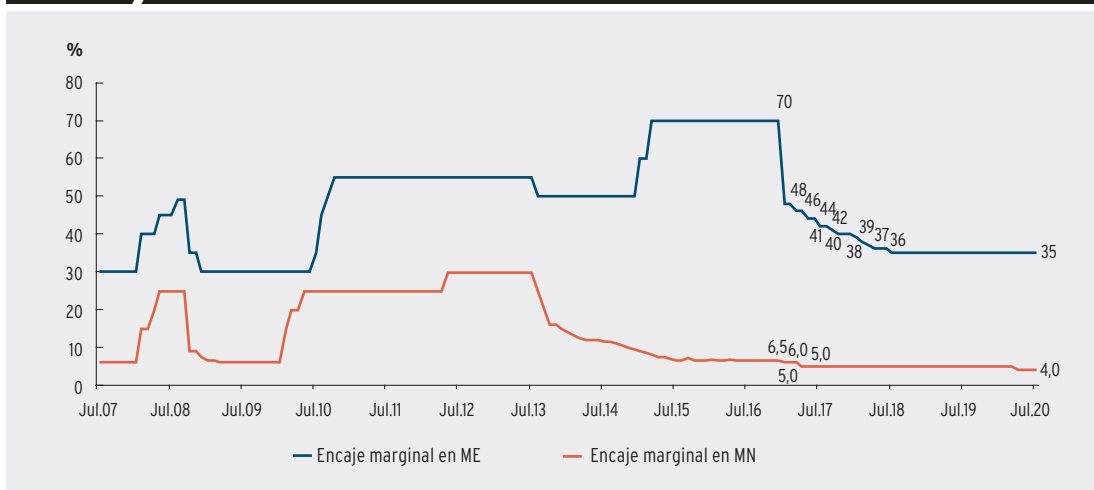
- c. La disminución de la tasa de encaje para las obligaciones en moneda extranjera con plazos promedio igual o menor a 2 años con entidades financieras extranjeras de 50 por ciento a 9 por ciento.
- d. La suspensión por lo que resta del año 2020 del requerimiento adicional de encaje al crédito en moneda extranjera.

Estas medidas de encaje liberaron el equivalente a S/ 2 000 millones a todas las entidades financieras (S/ 1 125 millones por la reducción de la tasa de encaje en moneda nacional).

3. PROVISIÓN DE LIQUIDEZ AL SISTEMA FINANCIERO

En este contexto es fundamental que el sistema financiero cuente con la liquidez necesaria para

GRÁFICO 3 ■ Tasa de encaje en moneda nacional y extranjera (Como porcentaje de las obligaciones sujetas al encaje)



² Circulares BCRP 0010-2020-BCRP y 0011-2020-BCRP (31/03/2020).

evitar el rompimiento de la cadena de pagos y de crédito. En línea con lo anterior, el BCRP ha implementado diversas modalidades de inyección de liquidez, las que también apuntan a que se reduzcan las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimiento (mayores plazos). A continuación, se describen las medidas adoptadas por el BCRP en relación a la provisión de liquidez.

3.1 Ampliación de plazos de operaciones repo

La reducción de la tasa de interés de política monetaria fue acompañada de la ampliación de los montos y plazos (hasta 3 años) de las operaciones de repo de valores y de monedas, con el objetivo de también reducir las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimiento. Ello, junto con la liquidación de operaciones de reporte de cartera con garantía estatal a partir de mayo, ha provocado que entre febrero y julio el saldo de operaciones de inyección de liquidez pase de S/ 14,8 mil millones a S/ 48,2 mil millones cifra seis veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis de 2008-2009 (S/ 7 877 millones) y cerca de 1,5 veces el saldo alcanzado durante el programa de desdolarización (S/ 31 789 millones).

3.2 Ampliación de colaterales y repo de cartera crediticia

En este periodo se han efectuado también operaciones de reporte con cartera crediticia. Este es un mecanismo de inyección a través del cual las instituciones reciben



(...) el BCRP ha dado guías sobre la posición futura de política monetaria, brindando más información al mercado para la formación de expectativas.

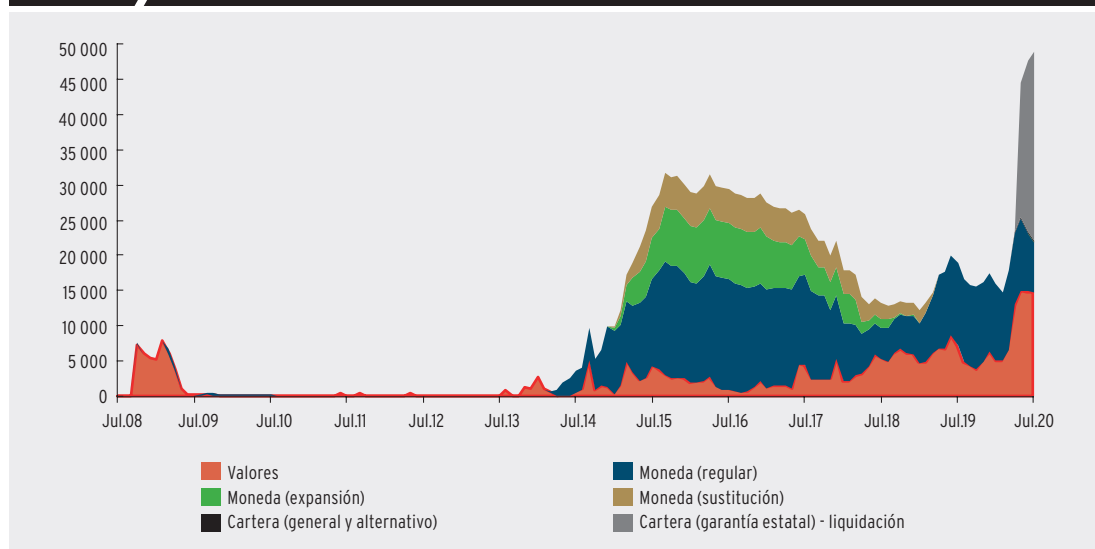


liquidez del BCRP usando como colateral parte de su cartera de préstamos. Este instrumento fue creado en 2009 en el contexto de la crisis financiera internacional, pero se ha utilizado por primera vez en abril de 2020.

Al inicio del mes de abril se amplió el conjunto de garantías y colaterales para llevar a cabo estas operaciones:

- a. Ampliación del espectro de colaterales para repos de cartera, incluyendo facturas que descuentan las entidades financieras (*factoring*). A diciembre 2019, las colocaciones de operaciones de *factoring* de las empresas bancarias ascendieron a S/ 5 801 millones (51 por ciento en moneda nacional). La parti-

GRÁFICO 4 ■ Saldo de operaciones de repo del BCRP*
(En millones de S/)



* AL 24 DE JULIO.

cipación de los bancos es aproximadamente 99 por ciento en las operaciones de *factoring*.

- b. Modificación del requerimiento mínimo de calificación de riesgo de las entidades financieras para poder participar en el esquema alternativo de las operaciones de reporte con títulos valores de calificación “A” a “B+”.
- c. Reducción del monto mínimo de los créditos que las entidades financieras pueden utilizar como garantía en operaciones de repos de cartera en el esquema alternativo de S/ 500 000 a S/ 300 000.

3.3 Flexibilización de facilidad de ventanilla

Con el objetivo de dar mayores facilidades de liquidez, se ha eliminado a partir de marzo el límite que tenían las entidades financieras para realizar operaciones de reporte directas a la tasa de ventanilla (límite de 10 operaciones de reporte directas en un intervalo de 12 meses).

3.4 Continuidad en la cadena de pagos

En el contexto de caída abrupta de la actividad económica por la cuarentena, se creó la Operación de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional Representados en Títulos Valores en el marco del programa Reactiva Perú. Este nuevo instrumento de inyección de liquidez que busca apoyar la reposición del capital de trabajo de las empresas y con ello asegurar el funcionamiento de la cadena de pagos. El BCRP cobra a las entidades financieras una tasa de interés de 0,5 por

“ Adicionalmente, el Directorio del BCRP ha aprobado la creación de las operaciones de reporte que impulsan las reprogramaciones de créditos. En particular, se promueve la fijación de menores tasas de interés y de mayores plazos.

”

ciento anual por los recursos otorgados a 3 años y con un período de gracia de 12 meses para el servicio de principal e intereses. El mecanismo de subastas de la tasa de interés que las entidades cobran a sus clientes permite acelerar el traspaso de la reducción de la tasa de interés de referencia a las tasas de mercado. El monto inicial del programa ascendió a S/ 30 mil millones, el cual se incrementó a S/ 60 mil millones por la ampliación del periodo de aislamiento social obligatorio.

Al 21 de julio se han adjudicado S/ 50,6 mil millones en operaciones repo de cartera con garantía del Gobierno Nacional a una tasa de interés para los clientes promedio de 1,32 por ciento (mínima de 0,5 por ciento y máxima de 4,0 por ciento), los cuales permiten financiar S/ 56 mil millones de préstamos.

CUADRO 2 ■ Subastas de operaciones de reporte con cartera con garantía estatal*

Porcentaje de garantía	Monto asignado			Tasas de interés para los clientes		
	Reactiva 1	Reactiva 2	Total	Mínima	Máxima	Promedio
80	8 718	475	9 193	0,79	1,49	1,12
90	14 006	8 555,5	22 561,5	0,90	2,00	1,15
95	6 098,1	6 571,7	12 669,8	0,54	2,50	1,23
98	1 177,9	5 013,6	6 191,5	0,50	4,00	2,39
Total	30 000	20 615,8	50 615,8	0,50	4,00	1,32

* AL 21 DE JULIO.

3.5. Nuevas facilidades de liquidez

Recientemente se ha aprobado también el *Programa de Garantía del Gobierno Nacional a la Cartera Crediticia de las Empresas del Sistema Financiero*, el cual busca proveer a las instituciones financieras de la liquidez necesaria para mantener el flujo de crédito hacia los sectores más afectados y con ello, mantener la continuidad en la cadena de pagos. Las instituciones financieras podrán utilizar su cartera crediticia para obtener garantía del Gobierno Nacional³ para realizar operaciones de reporte con el BCRP.

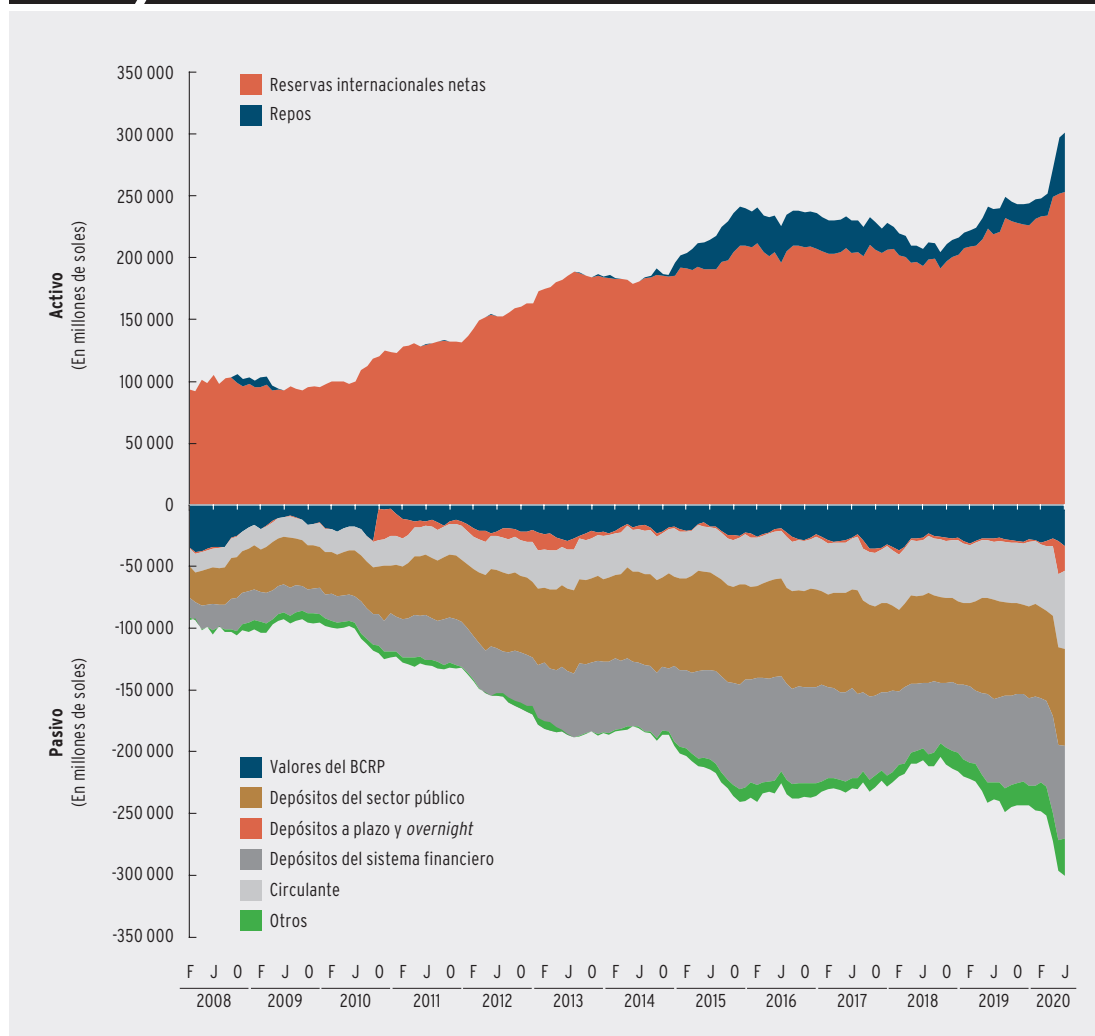
Adicionalmente, el Directorio del BCRP ha aprobado la creación de las operaciones de reporte que impulsan las reprogramaciones de créditos. En particular, se promueve la fijación de menores tasas de interés y de mayores plazos. A través del uso de estas operaciones, las empresas del sistema financiero podrán obtener liquidez a cambio de la venta de títulos valores de

primera calidad, de moneda extranjera, o de cartera crediticia, siempre y cuando estas cumplan con refinanciar los créditos de sus clientes, en un plazo entre 6 y 48 meses, y tasas de interés menores a las pactadas inicialmente. Si bien estas operaciones son de carácter voluntario y se atienden a solicitud de la empresa financiera, se espera que este mecanismo genere un efecto de coordinación, a fin de extenderse a todas las entidades financieras.

3.6. El balance del BCRP

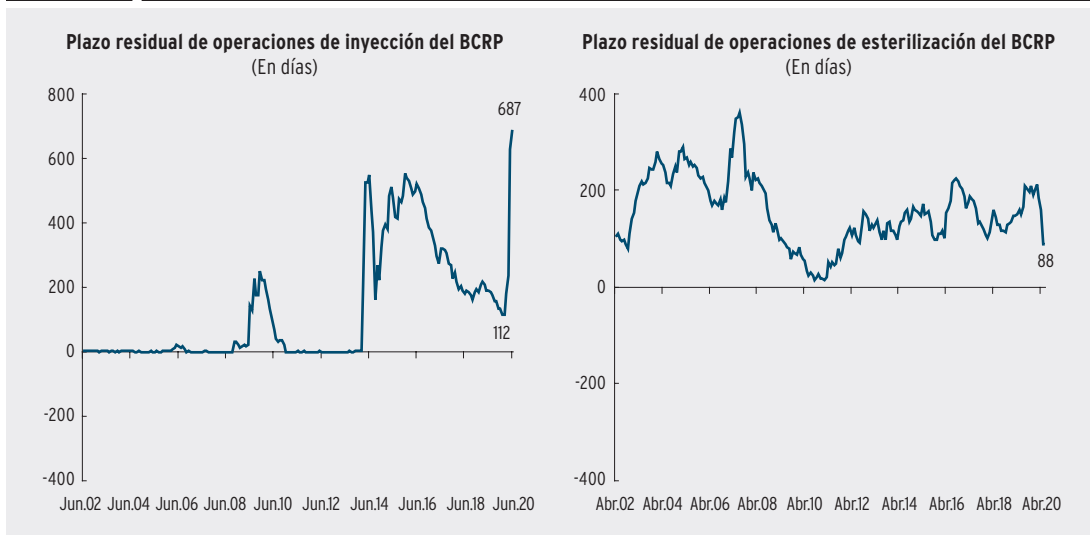
El resultado de estas operaciones se observa en el cambio del tamaño y composición del balance del Banco Central. Así, a junio de 2020 los activos del BCRP ascienden a S/ 300 572 millones, equivalente a 42 por ciento del PBI, mayor al observado en 2015 durante el programa de desdolarización (39,3 por ciento del PBI). La mayor inyección de liquidez realizada en los últimos

GRÁFICO 5 ■ Evolución de la hoja de balance del BCRP: 2008–2020



³ Mediante el Decreto Legislativo N.º 1508 del 11 de mayo se creó el Programa de Garantía del Gobierno Nacional a la Cartera Crediticia de Empresas del Sistema Financiero.

GRÁFICO 6

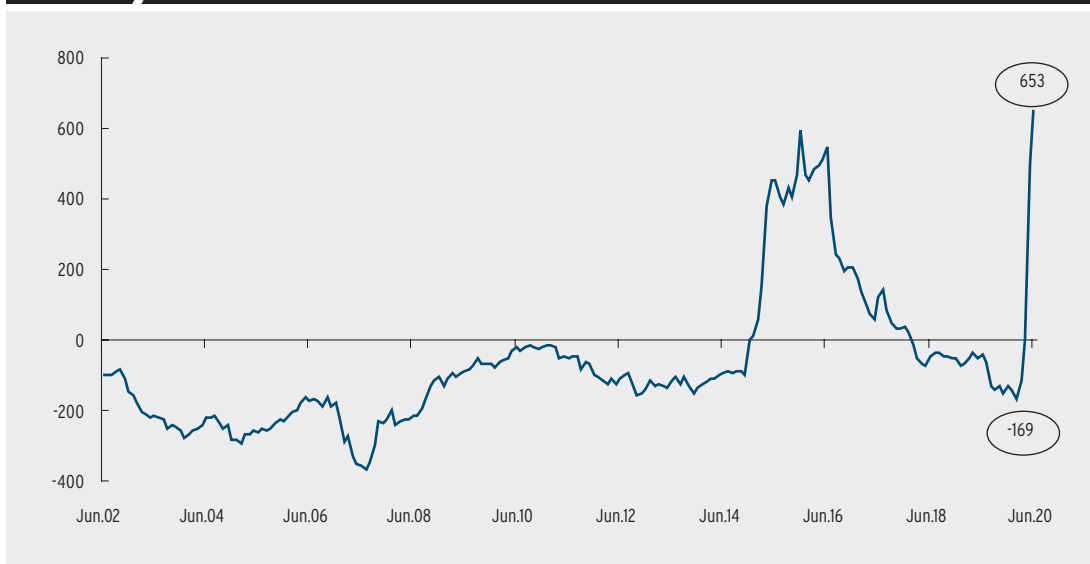


meses se refleja en la contribución creciente de las operaciones repos en los activos del Banco Central.

La mayor inyección a plazo se refleja en el aumento en el plazo residual de estas operaciones, el cual se incrementó a 687 días en junio de 112 días en febrero. En la misma línea, con el objetivo de aumentar la liquidez en el sistema financiero, el Banco Central ha estado realizando operaciones de esterilización a menores plazos. Así, el plazo residual de las operaciones de esterilización se redujo de 221 días en febrero a 88 días en junio.

El plazo residual neto de operaciones del BCRP⁴ captura la posición expansiva del BCRP en la curva de rendimiento. Cuando se inyecta liquidez a plazos largos y se esteriliza a plazos cortos, se impulsa el aplanamiento de la curva de rendimiento y el plazo residual neto es mayor. Así, un plazo residual neto elevado denota mayor liquidez en el sistema financiero, ya que cuenta con activos líquidos próximos a vencer (CDBCRP) y tiene obligaciones de recomprar los activos reportados en un largo plazo. A junio el plazo residual neto de las operaciones del BCRP es de 653

GRÁFICO 7 | Plazo residual neto ponderado de operaciones del BCRP (En días)



⁴ El plazo residual neto es la diferencia entre el plazo residual de operaciones de inyección y esterilización, ponderado por el saldo de cada instrumento. Se calcula según la fórmula $Plazo\ Residual\ Neto = \frac{Saldo\ Inyección}{Saldo\ Esterilización} * PR\ Inyección - PR\ Esterilización$, donde PR se refiere a los plazos residuales de las operaciones de inyección y esterilización, respectivamente.

días, y se espera continúe elevándose en los próximos meses, conforme se desarrollen los programas de inyección de liquidez anunciados.

La flexibilización de las condiciones financieras se ha trasladado a la mayoría de las tasas de interés. Las tasas de interés preferenciales corporativas activas y pasivas disminuyeron entre diciembre 2019 y julio 2020 en promedio 225 y 256 puntos básicos, respectivamente. Asimismo, las tasas de interés de las pequeñas y medianas empresas presentan en junio 2020 niveles mínimos históricos desde setiembre 2010, influenciadas por las bajas tasas de interés del programa Reactiva Perú.

La tasa de interés activa promedio en moneda nacional de las operaciones realizadas en los últimos 30 días (FTAMN) se redujo a 6,5 por ciento en junio 2020 de 19,8 por ciento en febrero 2020. Esta reducción en la FTAMN captura el efecto del conjunto de medidas de flexibilización de las condiciones monetarias del BCRP, que incluye la reducción de la tasa de interés de referencia y las medidas de inyección de liquidez. De acuerdo a estimaciones preliminares, esta reducción observada en la FTAMN es consistente con una reducción de la tasa de interés de referencia “sombra”⁵ a niveles negativos, en el rango de [-6; -4] para el mes de junio.

CUADRO 3 ■ Tasas de interés en moneda nacional (En porcentaje)

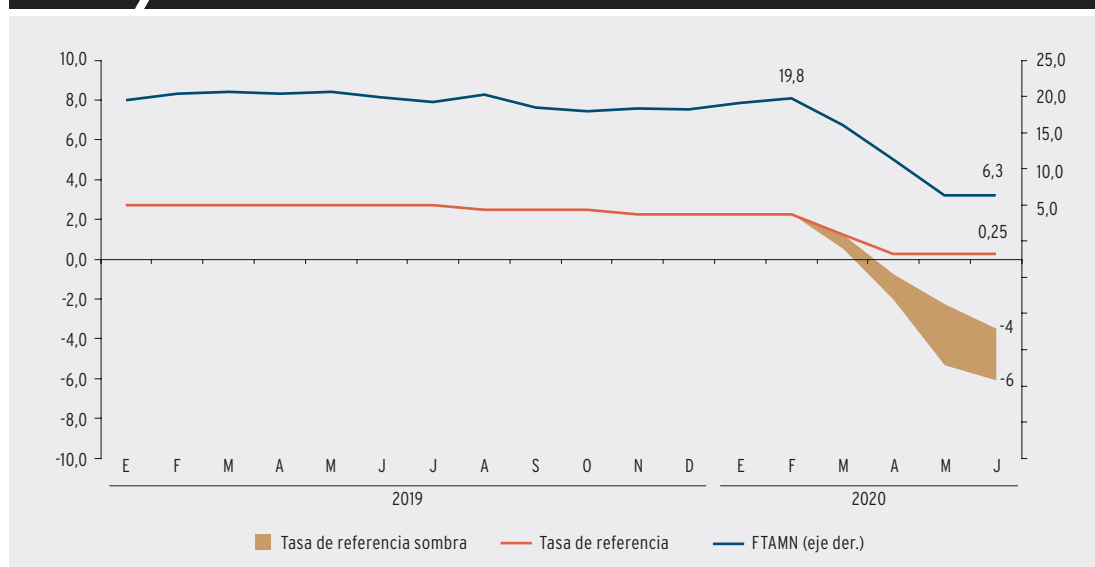
	Dic.18	Jun.19	Set.19	Dic.19	Feb.20	Mar.20	Jun.20	Jul.20
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	3,1	2,9	2,3	2,3	2,1	0,3	0,2
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,0	3,4	2,9	2,8	2,7	1,2	0,5
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,2	3,9	3,4	3,3	3,2	3,0	2,5
Activas	Preferencial corporativa 90 días	4,5	4,0	3,4	3,3	3,2	0,9	1,0
	Corporativos	4,9	4,5	3,6	3,8	3,4	3,0	2,8
	Grandes empresas	6,4	6,3	6,2	6,0	6,1	5,9	2,6
	Medianas empresas	9,8	9,9	9,9	9,3	9,6	8,9	3,9
	Pequeñas empresas	18,5	18,8	18,8	18,0	18,3	18,1	4,3
	Consumo	44,9	41,1	39,8	40,9	38,1	39,3	38,6
	Hipotecario	7,6	7,7	7,2	7,0	7,0	6,7	6,8

NOTA: TASAS EN TÉRMINOS ANUALES DE LAS OPERACIONES EN LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS.

* AL 24 DE JULIO.

FUENTE: SBS.

GRÁFICO 8 ■ FTAMN, tasa de referencia y tasa de referencia “sombra” (Puntos porcentuales)



⁵ La tasa de interés de referencia “sombra” se define como el equivalente de la tasa de interés de referencia, sin restringir a que pueda tener valores negativos, que genera el mismo estímulo monetario teniendo en cuenta todas sus modalidades, lo cual incluye medidas cuantitativas no convencionales de política monetaria.

4. ACCIONES PARA EVITAR ALTAS VOLATILIDADES EN TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO Y TIPO DE CAMBIO

Los canales de transmisión de la política monetaria se debilitan cuando los mercados cambiarios y financieros experimentan alta volatilidad en sus cotizaciones (tipo de cambio y tasas de interés). En adición a ello, dado que aún prevalece en la economía peruana un relativamente alto grado de dolarización financiera, reducir la excesiva volatilidad cambiaria contribuye a evitar que se materialicen riesgos asociados a la dolarización, tales como el riesgo cambiario y el de liquidez en moneda extranjera.

En abril el BCRP autorizó a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) a realizar operaciones de reporte de valores utilizando bonos del Tesoro Público (BTP), ampliando así su perímetro de operaciones monetarias al incluir estas instituciones, en el contexto de la autorización del retiro del 25 por ciento de los fondos de pensiones. Esta medida contribuyó a reducir la volatilidad de los retornos de los BTP, al brindarle mayor liquidez a este mercado y al reducir las presiones de una venta desordenada por la necesidad de liquidar estos valores para atender los retiros en los fondos de pensiones.

El BCRP ha realizado operaciones de intervención cambiaria para reducir la volatilidad tipo de cambio, principalmente mediante instrumentos derivados y en menor medida con operaciones en el mercado *spot*. Así, ante presiones depreciatorias se colocaron *swaps* cambiarios venta (SCV), los cuales al 27 de julio acumulan un saldo de S/ 1 253 millones (US\$ 361 millones), y también se realizaron colocaciones de Certificados de Depósito Reajustables (CDR) por US\$ 753 millones y ventas de moneda extranjera en pequeñas magnitudes (US\$ 7 millones).

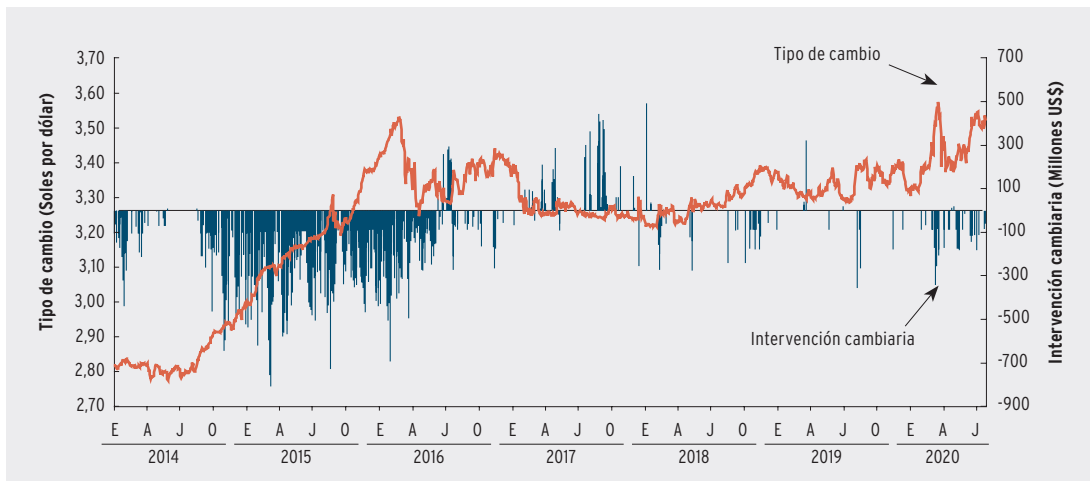
De otro lado, en el marco de aliviar las presiones en los flujos cambiarios, en especial por el uso de derivados, desde el inicio de la cuarentena y el estado de emergencia se realizó la ampliación los límites para el encaje adicional en moneda nacional asociado a las ventas de instrumentos derivados cambiarios

CONCLUSIONES

La pandemia del coronavirus ha implicado la manifestación de choques adversos de distinta naturaleza sobre la economía peruana. Por un lado, se vienen enfrentando choques externos asociados a la recesión global, junto con la caída de precios de *commodities* y la mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. Por otro lado, en el frente interno, las medidas de aislamiento social han conllevado a una brusca reducción de la actividad económica y del nivel de empleo, en una magnitud sin precedentes desde la Guerra del Pacífico. Cabe indicar que lo anterior está asociado a un declive en simultáneo tanto de la demanda como de la oferta agregada.

En este contexto, las autoridades económicas vienen asumiendo el reto de enfrentar este nuevo fenómeno utilizando toda la gama de instrumentos de política disponibles, así como también diseñando y haciendo uso de nuevas herramientas. En particular, el BCRP viene aplicando desde marzo un conjunto de medidas orientadas principalmente a dar un estímulo a la demanda interna, evitar el rompimiento de la cadena de pagos de la economía, y dar un alivio a familias y empresas para que no vean afectada su capacidad de acceso al crédito. El BCRP realiza un seguimiento permanente de las medidas implementadas, evaluando tanto su efectividad como la necesidad de aplicar medidas adicionales, en línea con los objetivos planteados.

GRÁFICO 9 ■ Tipo de cambio e intervención cambiaria del BCRP¹



1/ INCLUYE: COMPRAS/VENTAS DE DÓLARES EN EL MERCADO *SPOT* Y COLOCACIONES DE CDLD BCRP, CDR BCRP Y *SWAPS* CAMBIARIOS.