

L

a crisis global

2007-2009 y la

POLÍTICA MONETARIA

del Banco Central de Reserva del Perú

ZENÓN QUISPE*, DAVID LEÓN**
Y ALEX CONTRERAS***

Las medidas oportunas adoptadas por el Banco Central ante la crisis global han permitido que la inflación se mantenga en niveles próximos al de la estabilidad de precios y que se logre la normal fluidez de la cadena de pagos y del crédito del sistema financiero; así como reducir volatilidades extremas del tipo de cambio con el fin de neutralizar el efecto hoja de balance característico de economías con dolarización financiera.

* Jefe del Departamento del Programa Monetario
** Especialista Senior en Política Monetaria
*** Especialista en Política Monetaria

I. LA POLÍTICA MONETARIA Y EL MANEJO DE LIQUIDEZ DEL BANCO CENTRAL

La finalidad del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es preservar la estabilidad monetaria. Así, la estabilidad de precios se constituye en el principal aporte de la política monetaria a la economía pues, al controlarse la inflación, se reduce la incertidumbre y se genera confianza en el valor presente y futuro de la moneda, elemento imprescindible para estimular el ahorro, atraer inversiones productivas y promover, de esta manera, un crecimiento económico sostenido.

Con esta finalidad, la política monetaria sigue un esquema de metas explícitas de inflación con una meta puntual de 2,0 por ciento y un rango de tolerancia de ± 1 punto porcentual. Para alcanzar esta meta se evalúan en forma permanente el estado actual de la economía y sus perspectivas futuras y se decide el nivel de la tasa de referencia para el mercado interbancario como la meta operativa compatible con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte temporal de la política monetaria.

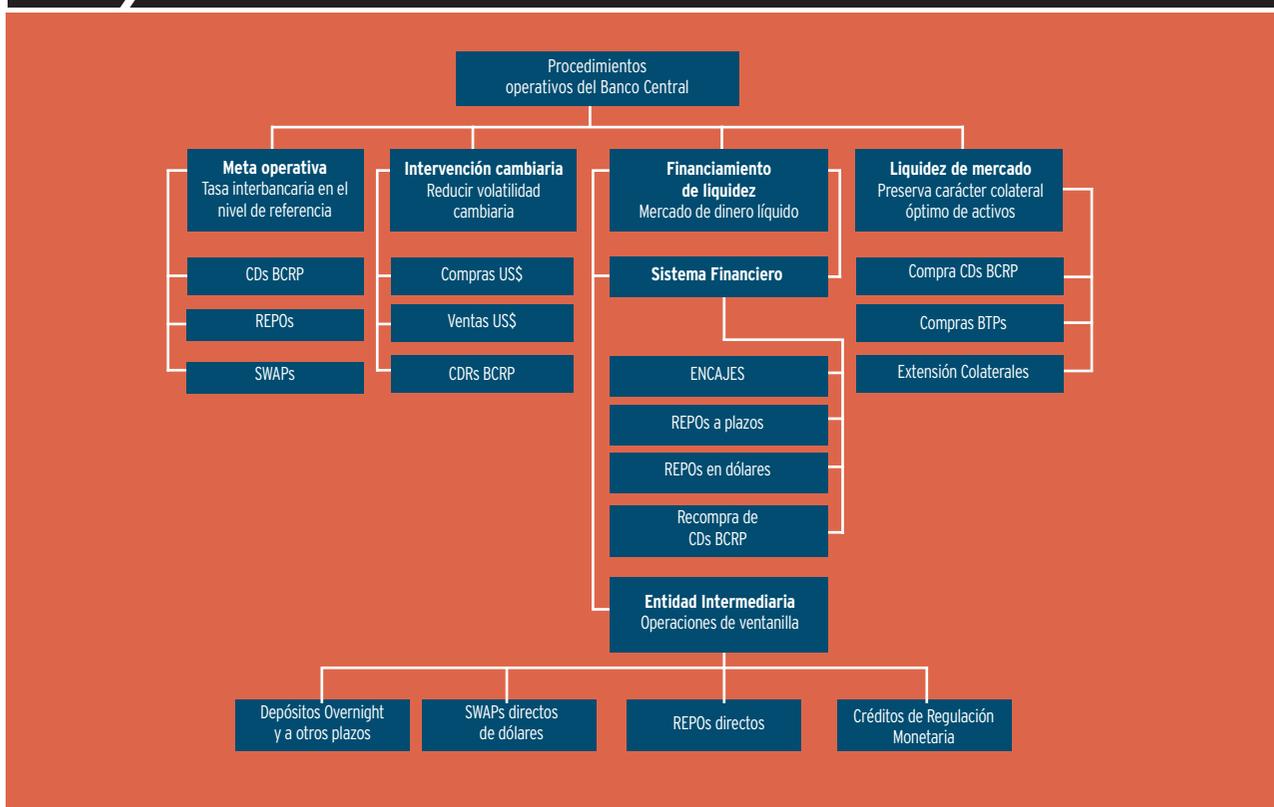
Este eje central de la política monetaria, está acompañado por dos funciones auxiliares asociadas al contexto de la economía peruana caracterizada todavía por un alto grado de dolarización y con mercados financieros y de capitales en proceso de desarrollo. Así, condicional al cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, la primera fun-

ción auxiliar está asociada a las acciones del Banco Central para garantizar el flujo normal de liquidez en el sistema financiero, buscando por ejemplo en casos de desequilibrios asociados a escenarios de crisis, otorgar flexibilidad al manejo de liquidez de las entidades financieras para mantener el normal funcionamiento de la cadena de pagos y el dinamismo de los flujos crediticios en concordancia con un crecimiento económico sostenible.

La segunda función auxiliar busca reducir la vulnerabilidad de la hoja de balance de los agentes económicos, con dolarización de sus obligaciones, mediante un esquema de flotación cambiaria administrada que tiene por finalidad reducir volatilidades extremas en el tipo de cambio, sin predeterminedar su nivel ni su tendencia, y de esta manera, controlar los riesgos de liquidez y crediticios asociados a esta dolarización financiera.

Estas funciones son atendidas con los procedimientos operativos del Banco Central (ver Gráfico 1), mediante el uso del conjunto de instrumentos de política monetaria a través de operaciones de mercado abierto y, en escenarios de contingencia, activando instrumentos directos como el encaje y operaciones de ventanilla. Asimismo, mediante compras y ventas de dólares y colocaciones de CDR del BCRP para reducir volatilidades cambiarias extremas.

GRÁFICO 1 | Procedimiento operativo del BCRP



CUADRO 1 ■ Tenencia de no residentes de activos en renta fija en moneda nacional (millones de US\$)

	Dic. 06	Dic. 07	Ene. 08	Feb. 08	Mar. 08	Abr. 08	May. 08
1.CDBCRP	0	695	2403	2371	2627	2514	2207
2.Renta fija	1147	1851	1989	2516	2726	2771	2887
3.Depósitos en la banca	60	76	81	344	770	1015	388
Total	1207	2622	4473	5231	6123	6300	5482

Con la finalidad de alcanzar la meta operativa, el BCRP regula la liquidez del sistema financiero a través de operaciones monetarias buscando inducir a que la tasa de interés interbancaria se sitúe en el nivel de referencia. Las operaciones activas se realizan mediante operaciones de mercado abierto (OMA), y las pasivas a través de las facilidades de ventanilla.

Mediante las OMA, el BCRP subasta la compra (inyección de liquidez) o venta (retiro de liquidez) temporal o permanente de valores (colaterales) de bajo riesgo crediticio y alto grado de liquidez, como títulos del gobierno o del propio Banco Central, para evitar desequilibrios de oferta y demanda en el mercado de dinero. El bajo riesgo crediticio y alto grado de liquidez de estos colaterales: a) reducen la exposición del Banco Central al riesgo crediticio, b) facilitan la formación de tasas de interés en las subastas al no

existir una prima por riesgo crediticio, c) permiten un manejo de liquidez de corto plazo más eficiente. El uso de títulos poco líquidos puede inducir a que los bancos no participen en estas operaciones.

Los instrumentos del BCRP para inyectar liquidez en soles y en dólares a través de OMA son:

- **Operaciones de Reporte (REPO).** Mediante subasta, El BCRP recibe temporalmente de los bancos CD del BCRP o títulos del gobierno (BTP, Bonos VAC y letras de Tesoro) como colaterales a cambio de liquidez. El BCRP cobra una tasa de interés determinada en la subasta. El BCRP puede hacer subastas correctivas para afinar su control de la liquidez.

- **Operaciones Swap de moneda extranjera.** El BCRP compra temporalmente dólares a cambio de soles y cobra una comisión.

Para garantizar el flujo de liquidez en el sistema finan-

GRÁFICO 4 ■ Compras netas de dólares en Mesa de Negociación y tipo de cambio

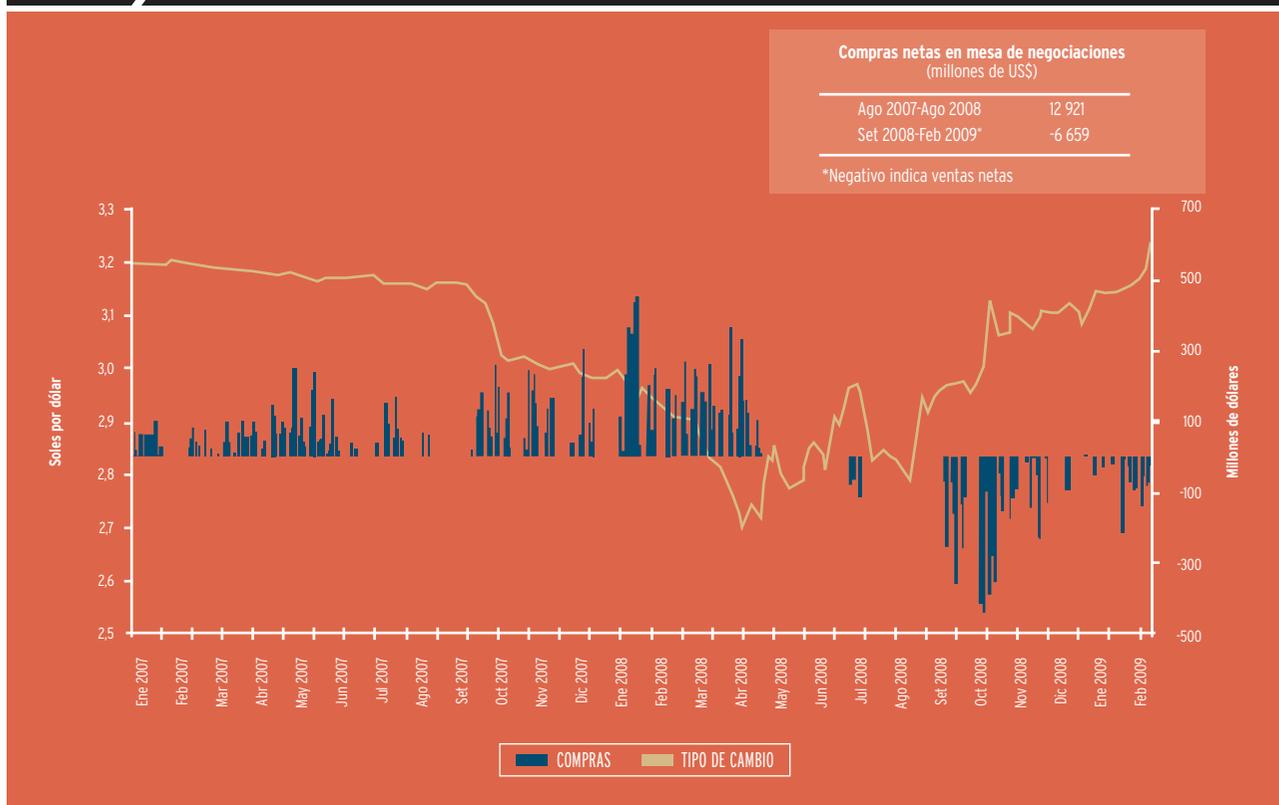
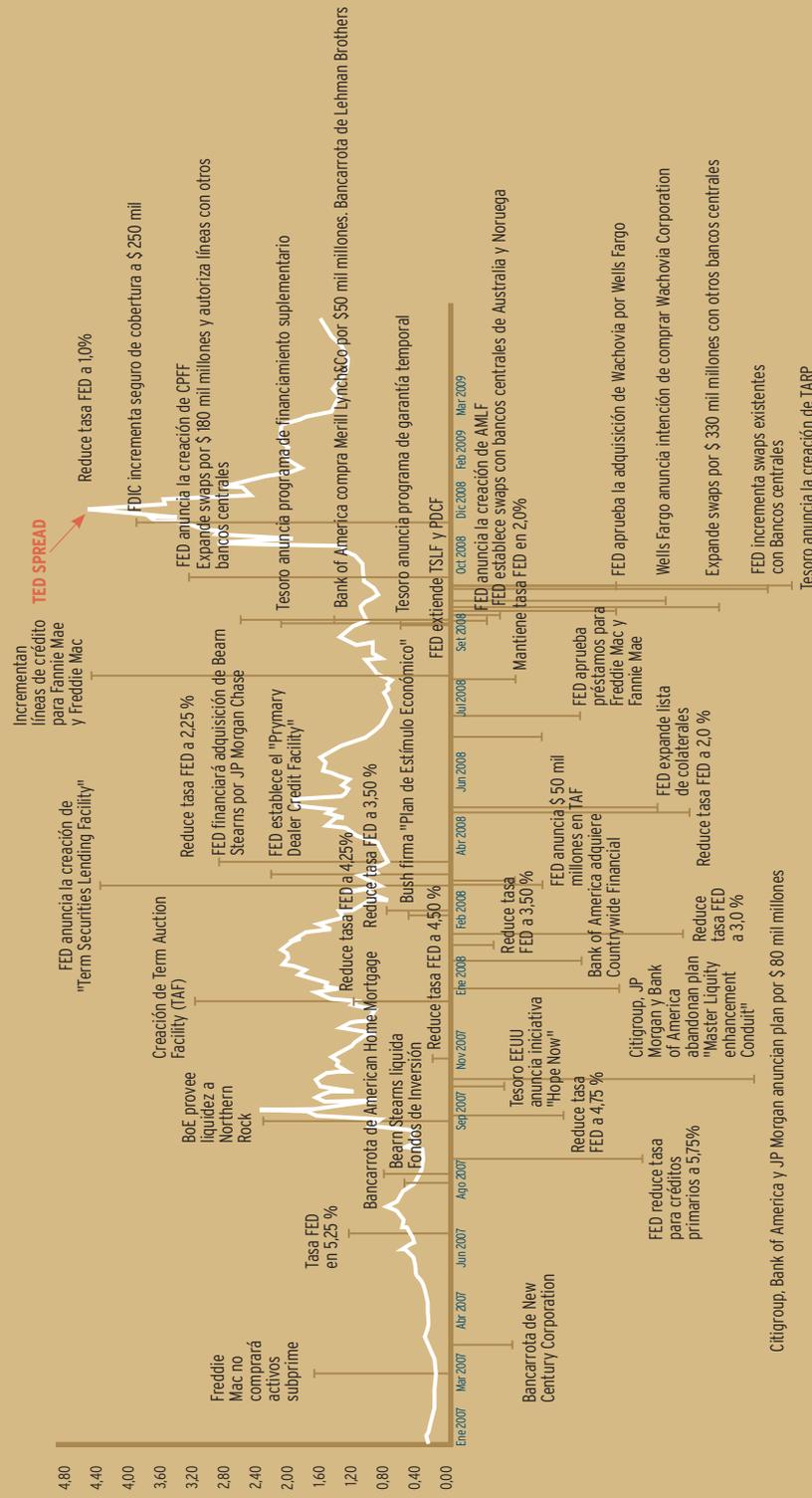


GRÁFICO 2 ■ USA: evolución de la crisis financiera internacional



PRIMERA ETAPA:
AGOSTO 2007-SEPTIEMBRE 2008

SEGUNDA ETAPA:
SEPTIEMBRE 2008 A LA FECHA

FUENTE: RESERVA FEDERAL DE SAINT LOUIS. ELABORACIÓN PROPIA

CUADRO 2 ■ Medidas implementadas para controlar el flujo de capitales de corto plazo

Enero 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios del régimen de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera y creación de una nueva facilidad de depósitos para entidades financieras • Aumento del encaje mínimo legal de 6 a 7 por ciento; del encaje marginal en dólares de 30 a 40 por ciento y establecimiento de encaje marginal en soles de 15 por ciento. • Incremento de 1 a 2 por ciento del encaje mínimo que debe mantenerse en la cuenta corriente de los bancos en el BCRP. • Se aceptan depósitos a plazo de las entidades financieras en el BCRP. • Se sustituye la emisión de CDBCRP por CDBCRP_NR (de negociación restringida a los participantes en la subasta primaria). • Se establece el registro de transferencia de propiedad de los CDBCRP y CDR_BCRP. • Se introduce una comisión a la transferencia de propiedad de los Certificados del BCRP.
Marzo 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios del régimen de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera • Aumento del encaje mínimo legal de 7 a 8 por ciento; e incremento del encaje marginal en soles de 15 a 20 por ciento. • Se establece una tasa de encaje en moneda nacional de 40 por ciento para las obligaciones con el exterior, excluyendo aquellas con personas naturales o jurídicas no financieras. • Se establece diciembre de 2007 como base para las obligaciones por créditos del exterior. • Se establece un encaje único de 9 por ciento para las obligaciones sujetas al régimen general. Se exonera de encaje al incremento de los créditos del exterior.
Abril 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios del régimen de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera • Aumento del encaje mínimo legal de 8 a 8,5 por ciento y del encaje marginal en soles de 20 a 25 por ciento. Se eleva el encaje marginal en dólares de 40 a 45 por ciento y se establece abril de 2008 como nueva base para el cálculo. • Se establece una tasa de encaje en moneda nacional de 120 por ciento para las obligaciones provenientes de fuentes del exterior, excluyendo aquellas con personas naturales o jurídicas no financieras.
Julio 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios del régimen de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera • Aumento del encaje mínimo legal de 8,5 a 9,0 por ciento y de 45 a 49 por ciento la tasa de encaje marginal en moneda extranjera. • Se establece una tasa de encaje de 9,0 por ciento para los créditos provenientes de fuentes del exterior con plazo promedio igual o mayor a 2 años hasta un límite en función de su patrimonio efectivo • Se establece una tasa de encaje en moneda nacional para el tramo del régimen especial que antes no estaba sujeto al encaje. • Se eleva a 49 por ciento el encaje en moneda nacional aplicable a las operaciones sujetas a la variación del tipo de cambio.

ciero, en escenarios de restricciones de liquidez, el Banco Central cuenta con instrumentos de inyección permanente como cambios en el encaje, compra de dólares, REPO y Swap a plazos de hasta un año, recompra permanente de CDBCRP y compra permanente de BTP (hasta por el 5,0 por ciento del saldo de la emisión primaria al cierre del año previo), ambos en el mercado secundario.

Las operaciones de ventanilla están disponibles para bancos que al finalizar sus operaciones del día requieren aún fondos o tienen excedentes. Para los excedentes cuenta con la ventanilla de depósitos overnight a tasas de interés por debajo del mercado. La inyección por ventanilla se otorga, a un mayor costo que el mercado, en casos de que un banco tenga problemas de liquidez y no de solvencia¹. Hay tres tipos de facilidades de inyección de liquidez por ventanilla:

- REPO directas, las que, a diferencia de la subasta, aceptan además como colaterales bonos emitidos por el sector privado con calificación de riesgo igual o mejor a AA. Estas REPOs están disponibles también en moneda extranjera.

- SWAP de ventanilla, en el cual el BCRP anuncia el monto de la operación, el tipo de cambio de la compra, el plazo y la comisión de la operación.

- Créditos de regulación monetaria (CRM), accesibles por bancos no sujetos al régimen de vigilancia. El plazo máximo es de 30 días y pueden otorgarse hasta por un monto igual al patrimonio del banco. Los colaterales exigidos para los CRM incluyen, además de los exigidos en las repos directas, otros títulos de bajo riesgo y US dólares mantenidos en cuenta corriente en el BCRP para garantizar créditos en Nuevos Soles.

Para reducir volatilidades extremas en el tipo de cambio y controlar los riesgos de liquidez y crediticios asociados a la dolarización financiera, el BCRP limita los efectos en la hoja de balance, mediante la acumulación preventiva de reservas internacionales e intervenciones cambiarias. Asimismo, el Banco Central exige que los bancos mantengan mayores niveles de encaje por las obligaciones en moneda extranjera. El manejo del encaje permite también proveer de liquidez cuando sea necesario, promueve

¹ Según Diamond y Dybvig (1983) en "Bank runs, deposit insurance and liquidity." Journal of Political Economy 91; el problema de liquidez se asocia a retiros imprevistos de depósitos de un banco sin deterioro del valor de sus activos. Con deterioro de activos, el problema es de solvencia y debe coordinarse con el Tesoro Público y el ente regulador.

GRÁFICO 5 Tasas de encaje en moneda nacional (porcentajes)

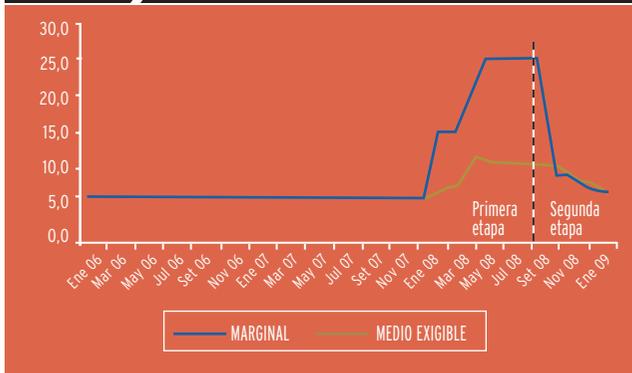
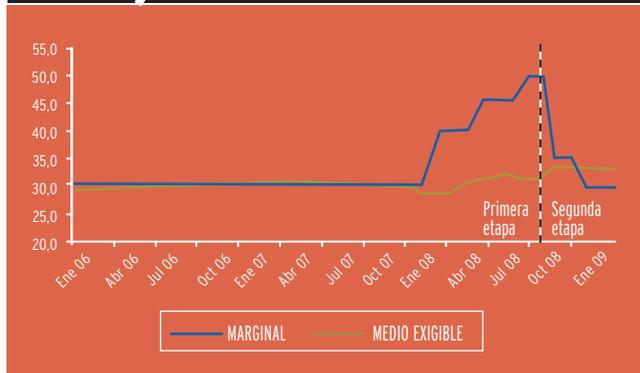


GRÁFICO 6 Tasas de encaje en moneda extranjera (porcentajes)



la desdolarización e incentiva a que los agentes económicos internalicen los riesgos de la dolarización.

II. IMPLICANCIAS DE LA CRISIS GLOBAL EN EL PERÚ Y LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL

El período de la crisis global puede ser subdividido en dos grandes etapas, convenientes para evaluar las implicancias de la misma en la economía peruana:

Primera etapa: desde agosto de 2007, con la crisis de créditos hipotecarios subprime, pasando por el rescate del Bear Stearns en marzo de 2008 y hasta la declaración de bancarrota del Lehman Brothers en setiembre de 2008. Este período se caracterizó por alta incertidumbre sobre la liquidez de mercado de activos utilizados como colaterales en los mercados internacionales de dinero, debilitando la capacidad de financiamiento de liquidez de corto plazo. La prolongación de este escenario de iliquidez habría generado problemas de solvencia y desaparición del esquema de banca de inversión, a pesar de las fuertes inyecciones de liquidez coordinadas por los principales bancos centrales de países industrializados. El Gráfico 2 ilustra la evolución de la crisis y las acciones de la Reserva Federal y del Tesoro Americano.

Segunda etapa: desde setiembre de 2008 hasta la actualidad. En este período, la incertidumbre se trasladó al resto del sistema financiero internacional, con restricción generalizada de la liquidez, paralización de las líneas de crédito tanto en el mercado de dinero de corto plazo como en los mercados de créditos corporativos, desencadenando presiones recesivas en las economías industrializadas, e induciendo un alto grado de incertidumbre en los tipos de cambio y en las tasas de interés, y una fuerte caída de los precios de los commodities. En esta etapa, la crisis se traslada a las economías emergentes, con presiones a la desaceleración del crecimiento económico en Asia y el Medio Oriente, y en las economías en transición. Aunque América Latina ha mostrado en 2008 un nivel de actividad dinámico, las economías de la región comenzaron a percibir condiciones financieras restrictivas y perspectivas de desaceleración del nivel de actividad económica para 2009 y 2010.

Durante la primera etapa de la crisis global, agosto 2007- setiembre 2008, el Perú continuó experimentando un alto dinamismo del nivel de actividad económica, basado en sólidos fundamentos macroeconómicos asociados a las reformas estructurales, la disciplina fiscal, la estabilidad monetaria y

CUADRO 3 Inyección y esterilización monetaria

	SALDOS S/. Millones			FLUJOS Variación	
	Dic 2007	Ago 2008	Feb 2009	Ene-Ago 2008	Set 08-Feb 09
1. REPO			7 877	0	7 877
2. CDBCRP	-21 458	-34 024	-9 398	-12 566	24 626
Total	-21 458	-34 024	-1 521	-12 566	32 503

Esterilización monetaria

Inyección monetaria

CUADRO 4 ■ Medidas del BCRP para proveer liquidez

Fecha	Medida
Setiembre-2008	<p>Encaje en moneda nacional y en moneda extranjera (libera recursos por S/.18 millones y US\$ 102 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Exonera encaje a adeudados externos de entidades financieras a plazos de 2 años o más.
Octubre	<ul style="list-style-type: none"> Se extienden los plazos de las operaciones REPOS hasta 1 año y se amplía el número de participantes en las subastas (AFP's y Fondos Mutuos) Se incorpora la opción de SWAP directo de dólares por soles. Se establecen REPOS en moneda extranjera. <p>Encaje en moneda nacional (libera recursos por S/. 967 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Se establece un encaje único de 9 por ciento, que es igual al encaje mínimo legal, para las obligaciones sujetas al régimen general. Se exonera de encaje al incremento de los créditos del exterior. <p>Encaje en moneda extranjera (libera recursos por US\$ 279 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Se reduce de 49 a 35 por ciento la tasa de encaje marginal aplicada sobre las obligaciones sujetas al régimen general. Asimismo, se exonera de encaje al incremento de los créditos del exterior. <p>Encaje en moneda nacional (libera recursos por S/. 154 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Exoneración al 33 por ciento de obligaciones en soles hasta un máximo de S/. 100 millones. Reduce de 120 a 35 por ciento encaje a depósitos de no residentes. Reduce de 120 a 9 por ciento el encaje a fondos de no residentes destinados a financiar microfinanzas.
Noviembre	<p>Encaje en moneda extranjera (libera US\$ 27,2 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Tope de 35 por ciento al encaje medio a créditos externos de corto plazo. Se reduce a 35 por ciento el encaje para las obligaciones del régimen especial.
Diciembre	<p>Encaje en moneda nacional (libera S/. 650 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 9,0 a 7,5 por ciento. <p>Encaje en moneda extranjera</p> <ul style="list-style-type: none"> Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 9,0 a 7,5 por ciento. Se reduce a 35 a 30 por ciento el encaje marginal para las obligaciones del régimen general.
Enero-2009	<p>Encaje en moneda nacional (libera S/. 300 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 7,5 a 6,5 por ciento. Además, se reduce el requerimiento mínimo de fondos de encaje que los bancos deben mantener en su cuenta corriente del BCRP de 2,0 a 1,5 por ciento del TOSE.
Febrero-2009	<p>Se reduce la tasa de interés de referencia</p> <ul style="list-style-type: none"> El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,50 a 6,25 por ciento.
Marzo-2009	<p>Se reduce la tasa de interés de referencia y la tasa de encaje en moneda nacional</p> <ul style="list-style-type: none"> El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,25 a 6,0 por ciento. Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 6,5 a 6,0 por ciento, y el requerimiento de cuenta corriente de 1,5 por ciento a 1,0 por ciento, a partir de abril (libera recursos por S/. 250 millones).

una posición de liquidez internacional solvente, que se reflejaron en una tasa de crecimiento económico, sostenido, promedio de 9,8 por ciento.

Los choques al alza en los precios internacionales de insumos alimenticios y combustibles y el dinamismo de la demanda interna de dicho período elevaron las expectativas de inflación por encima de la meta del 2,0 por ciento e indujeron al Banco Central a ajustar gradualmente su posición de política monetaria, dado su objetivo principal de estabilidad de precios. Así, en seis oportunidades incrementó la tasa de interés de referencia, 25 pbs por vez, desde 5,0 por ciento en setiembre de 2007 hasta 6,5 por ciento en setiembre de 2008², buscando que, en el horizonte temporal de la política monetaria, la inflación

retorne gradualmente a la meta de 2.0 por ciento que se espera la alcance al cierre de 2009³.

En enero de 2008, se observó un importante flujo de capitales de corto plazo hacia el mercado de activos en soles. Frente a ello, el Banco Central aumentó su ritmo de intervenciones cambiarias comprando US\$ 3 270 millones para evitar los riesgos de hoja de balance que implica una excesiva volatilidad del tipo de cambio. La posición líquida en soles de los bancos se incrementó significativamente implicando *spreads* muy negativos de la tasa de interés interbancaria con relación a la tasa de referencia (ver Gráfico 3).

Estos flujos se reflejaron en aumentos de las tenencias de valores domésticos por parte de los inversionistas no residentes (CDBCRP, BTP y depósitos en los

² Ya se habían efectuado dos ajustes elevando la tasa de referencia de 4,5 a 5,0 por ciento entre junio y setiembre de 2007.

³ Véase Reporte de Inflación de Setiembre 2008, pp 77.

bancos). Se pasó de US\$ 2 822 millones en diciembre de 2007 a US\$ 4 473 millones en enero 2008 y se alcanzó un máximo de US\$ 6 300 millones en abril; en mayo empezó a reducirse (ver Cuadro 1).

Para neutralizar esta entrada de capitales de corto plazo que amenazó con expandir de manera no deseada la liquidez del sistema financiero, se elevaron los requerimientos de encaje sobre obligaciones en moneda nacional y extranjera, combinado con un conjunto de medidas orientadas a focalizar los CDBCRP en su rol de instrumento de manejo monetario y a desincentivar la tenencia de estos títulos por parte de inversionistas no residentes (Cuadro 2) mediante el registro y el cobro de comisiones por la transferencia de las mismas. Así, durante esta etapa, hasta agosto de 2008, se incrementó la tasa de encaje legal de 6,0 a 9,0 por ciento, el encaje marginal en soles de 6,0 a 25,0 por ciento, el encaje a los depósitos de los inversionistas no residentes a 120 por ciento y

el encaje marginal en dólares de 30 a 49 por ciento. Estas medidas han permitido también controlar el alto dinamismo del crédito en soles y en dólares y, con ello, controlar el dinamismo de la demanda interna y su impacto en la inflación.

Durante la segunda etapa de la crisis financiera global, setiembre de 2008 a la fecha, debido a la profundización de la misma y generalización de la incertidumbre, las economías emergentes, entre ellas el Perú, han comenzado a percibir condiciones de liquidez más estrictas que se reflejaron en menores transacciones en el mercado de dinero y mayor preferencia por liquidez por parte de los agentes económicos. Ya en setiembre de 2007, con la crisis *subprime* de EEUU, el BCRP eximió del encaje a los créditos del exterior a plazos iguales o mayores a dos años con la finalidad de inducir a que la estructura de financiamiento del sistema financiero local sea menos vulnerable a los choques externos.

GRÁFICO 7 ■ Monto negociado en el mercado interbancario en soles
(Promedios semanales, en millones de nuevos soles)

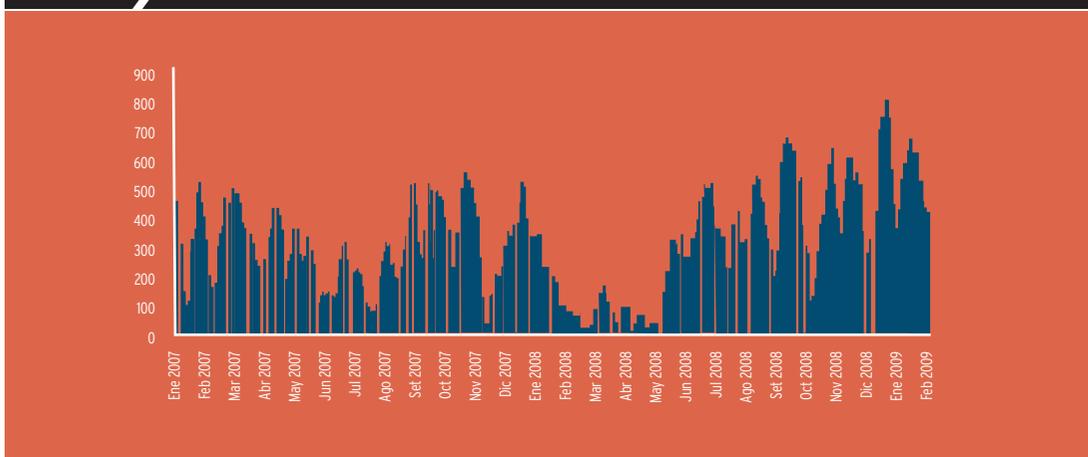
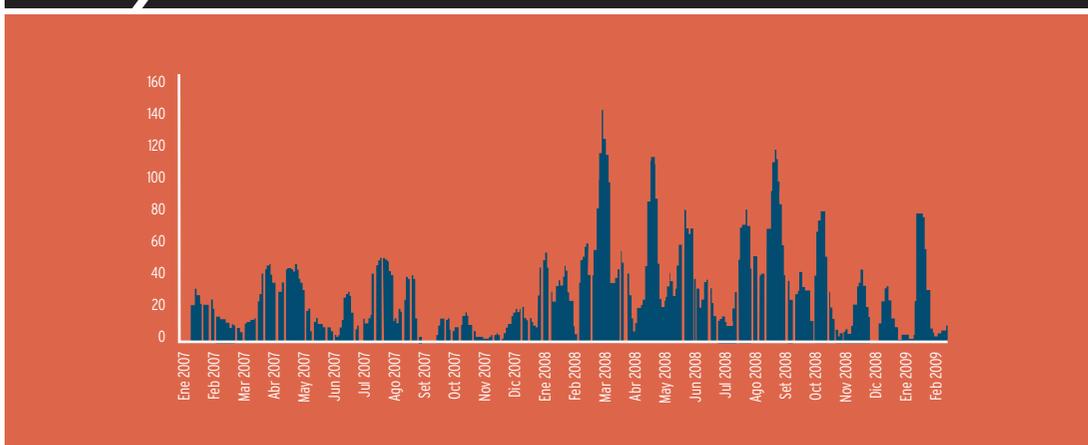


GRÁFICO 8 ■ Monto negociado en el mercado interbancario en dólares
(Promedios semanales, en millones de dólares)



⁴ Goodhart. 2008. En "The Regulatory Response to the Financial Crisis ." CESIFO Working Paper Series No. 2257, señala que un activo que se mantiene bajo la forma de reservas requeridas no pueden ser considerados líquidos en situaciones de restricciones de liquidez a menos que se reduzcan dichos requerimientos.

Desde octubre de 2008 el BCRP suspendió el proceso gradual de ajustes en su posición de política monetaria, reorientando sus esfuerzos a proveer de liquidez al sistema financiero doméstico y a reducir volatilidades extremas del tipo de cambio para neutralizar posibles efectos de hoja de balance en la economía, sin descuidar el objetivo de estabilidad de precios.

La contracción de la liquidez internacional se reflejó en el Perú en la reversión de las posiciones en soles de inversionistas no residentes, ante ello el Banco Central intervino vendiendo dólares con la finalidad de prevenir cualquier efecto perverso en la economía. Adicionalmente, el BCRP expandió su rango de operaciones monetarias para proveer a las entidades financieras mayor flexibilidad en el manejo de su liquidez en soles y en dólares. Asimismo, desde octubre de 2008, el Banco Central ha venido reduciendo los requerimientos de encaje en soles y en dólares y las líneas de crédito del exterior han sido exoneradas del encaje.

De esta manera, el impacto inicial de la crisis financiera internacional en el sistema financiero peruano ha sido menor con relación a otros países debido a la existencia de adecuados niveles de liquidez internacional en el sistema financiero local y a las oportunas acciones de política monetaria implementadas por el Banco Central. Estas acciones han evitado que: se active el efecto hoja de balance, y por lo tanto que se genere un impacto negativo en la evolución del crédito bancario y la actividad económica; se deteriore los niveles de liquidez de las entidades financieras; y se desvíen de manera permanente las tasas de interés del nivel de referencia establecido por el Banco Central.

Para evitar que se active el efecto hoja de balance, el BCRP vendió moneda extranjera por US\$ 6 659 millones desde setiembre de 2008 (Gráfico 4) y colocó CDR por US\$ 2 433 millones (S/. 7 881 millones) con la finalidad de reducir la volatilidad del tipo de cambio (el Nuevo sol ha sido una de las monedas de la región que ha presentado una menor volatilidad). También, se han flexibilizado en cuatro ocasiones los requerimientos de encaje en moneda extranjera (Cuadro 4).

Para minimizar el impacto de la crisis financiera en la disponibilidad de liquidez de los bancos y en las tasas de interés, el Banco Central, además de dejar en el mercado la liquidez proveniente de los vencimientos de los CD del BCRP, inyectó liquidez mediante REPO a plazos de hasta 1 año y Swap en moneda extranjera, reducciones del encaje en soles hasta en cuatro ocasiones y recompra permanente de CD del BCRP en el mercado secundario.

Así, considerando solamente los vencimientos de los CDs del BCRP y las operaciones REPOs, durante el período de profundización de la crisis financiera la inyección monetaria entre setiembre de 2008 y el cierre de febrero del 2009 alcanzó S/. 32 503 millones. (Cuadro 3).

Durante la primera etapa de la crisis financiera global, los incrementos de los encajes en soles y dóla-

BCRP actuó oportunamente minimizando efectos de crisis global y manteniendo dinamismo crediticio

res han permitido que las entidades financieras acumulen activos líquidos en ambas monedas. Las serias restricciones de liquidez financiera internacional que caracterizan la segunda etapa de la crisis global hizo necesario que dichos activos líquidos acumulados bajo la forma de reservas de encaje se transformen en activos de disponibilidad inmediata para garantizar el normal funcionamiento del mercado de dinero. En tal sentido, el Banco Central redujo gradualmente las tasas de encaje en ambas monedas aproximándolas a los niveles previos al inicio de la crisis global (Gráficos 5 y 6).

De esta manera, el conjunto de las medidas adoptadas por el BCRP han permitido que durante la segunda etapa de la crisis el mercado de dinero interbancario en soles mantenga sus volúmenes de transacción, e incluso, luego de una reducción temporal observada entre setiembre y octubre de 2008, los volúmenes promedio de operaciones interbancarias se hayan incrementado. Aunque en el caso de la moneda extranjera, los volúmenes transados son en promedio menores y considerando una posición actual en dólares altamente líquida de los bancos, se observa en los últimos meses una ligera reducción de estas operaciones. (Gráficos 7 y 8)

De otro lado, las acciones de política monetaria, combinadas con la recompra permanente de CDs del Banco Central en el mercado secundario han permitido que las tasas de interés del mercado interbancario (Gráfico 9), de los certificados de depósito del BCRP y de BTP retor-

nen gradualmente a niveles similares a los que mostraban antes de la agudización de la crisis financiera en agosto de 2008. Por ejemplo, la tasa de rendimiento de los BTP a 30 años que a fines de agosto se ubicaba en 8,1 por ciento, al 28 de octubre se elevó a 10,2 por ciento; al cierre de enero 2009, este rendimiento se redujo a 7,6 por ciento.

Sin embargo, los *spreads* de los bonos corporativos y de las tasas activas del sistema financiero todavía mantienen valores por encima de lo observado en agosto del 2008. No obstante, el crédito al sector privado ha mantenido su dinamismo mostrando tasas de crecimiento mensual superiores a las observadas en meses previos a la crisis.

Finalmente, a partir de febrero de 2009, el directorio del Banco Central ha procedido a flexibilizar la posición de la política monetaria reduciendo la tasa de referencia de 6,5 a 6,25 por ciento en febrero y a 6,0 por ciento en marzo considerando que se observan menores presiones inflacionarias en un entorno de menor crecimiento de la economía mundial y caída de precios internacionales de alimentos y combustibles. Esta medida es consistente con el objetivo primario de estabilidad de precios si se toma en cuenta que el estado actual de la economía refleja la convergencia de la inflación a la meta de 2 por ciento a fines del 2009.

CONCLUSIONES

En este escenario global, las medidas oportunas adoptadas por el Banco Central han permitido, en primer lugar, lograr que la inflación de 2008 sea una de las más bajas de la región y mantenga su convergencia a la meta de 2 por ciento a la que se espera alcance a fines de 2009; en segundo lugar, mantener la normal fluidez de la cadena de pagos y del crédito del sistema financiero; y, en tercer lugar, reducir volatilidades extremas del tipo de cambio buscando neutralizar el efecto hoja de balance característico de economías con dolarización financiera.

En la primera etapa de la crisis (agosto 2007-setiembre 2008) el Banco Central ha venido ajustando gradualmente la posición de la política monetaria con la finalidad de lograr la convergencia de la inflación hacia niveles próximos a la meta, en un contexto de importantes inlfujos de capitales de corto plazo observados en enero de 2008, los que fueron controlados mediante incrementos en los requerimientos de encaje. En la segunda etapa de la crisis (desde setiembre 2008 a la fecha), la sensación de restricciones de liquidez originadas en la mayor incertidumbre por la profundización de la turbulencia financiera global fue atendida mediante inyecciones oportunas de liquidez a través de las operaciones monetarias y cambiarias y mediante reducciones de los requerimientos de encaje, que lideraron la activación integral de los procedimientos operativos del Banco Central. ■

GRÁFICO 9 ■ Tasas de Interés de referencia e interbancaria

