

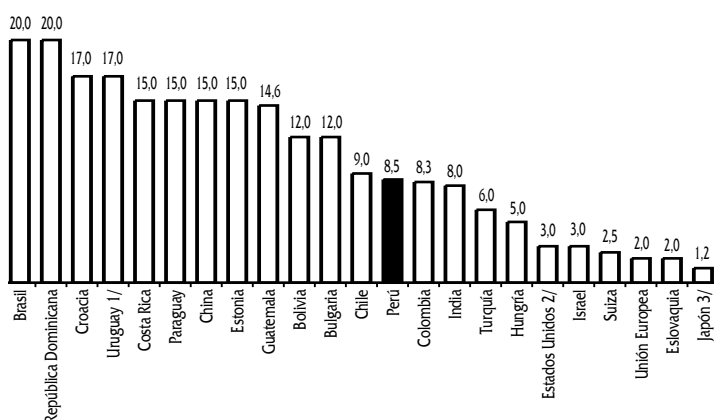
RECUADRO 6

EL ENCAJE COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA

Los requerimientos de encaje son los fondos que las entidades financieras deben mantener como reserva para poder cumplir con retiros no esperados de depósitos. Estos fondos se mantienen en forma de efectivo en caja o como depósitos en el banco central. En general los bancos centrales exigen reservas legales mínimas, sin embargo en algunos países (México y Reino Unido, por ejemplo) la decisión de mantener reservas es voluntaria¹¹.

La tendencia mundial es hacia mantener encajes operativos cada vez menores y utilizar operaciones de mercado abierto para regular la liquidez. Sin embargo, como se observa en el gráfico siguiente, existe todavía una gran dispersión en las tasas de encaje mínimo legal exigidos por distintos países. De igual manera, los conceptos de obligaciones sujetas a encaje difieren entre países según los tipos o plazos de los depósitos.

REQUERIMIENTOS DE ENCAJE MÍNIMO LEGAL
(En porcentaje)



1/ Corresponde a depósitos hasta 360 días.

2/ 0% entre \$ 0 y \$ 9,3 millones, 3% sobre \$ 9,3 y \$ 43,9 millones y 10% sobre \$ 43,9 millones.

3/ 1,2% sobre 2,5 billones de yenes, 0,9% entre 1,2 y 2,5 billones, 0,05% entre 50 millones y 1,2 billones.

Fuente: Bancos Centrales, FMI y FELABAN.

En el caso de economías dolarizadas, sin embargo, existen riesgos adicionales de iliquidez, en la medida que el banco central tiene un rol limitado como prestamista de última instancia en monedas distintas a la doméstica. Por ello, la práctica común en estos escenarios es la de exigir mayores encajes adicionales para las obligaciones en moneda extranjera de las entidades financieras con el público.

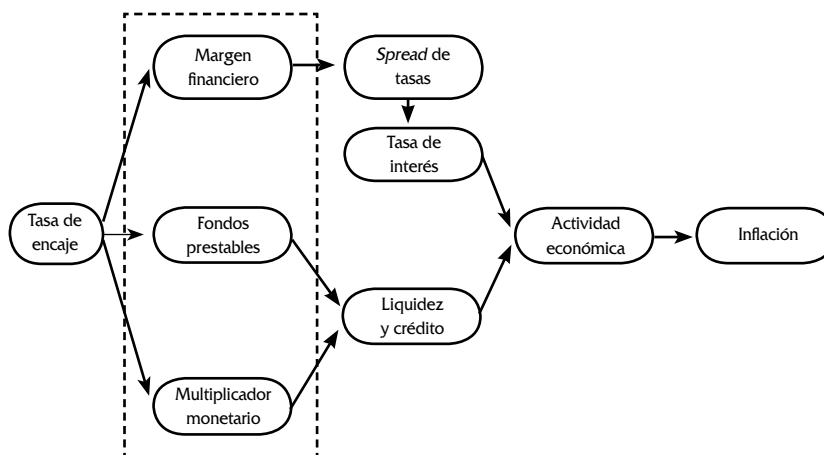
11 Heller, D. y Lengwiler, Y. "Payment obligations, reserve requirements, and the demand for central bank balances", *Journal of Monetary Economics* 50 (2003) 419-432.

PAÍSES DOLARIZADOS	RATIO DE RESERVAS		ADICIONAL	
	LOCAL	EXTRANJERA	LOCAL	EXTRANJERA
Bolivia	12% (2% en efectivo)	14% (2% en efectivo)		7,5%
Bulgaria	12%	12%		
Costa Rica	15%	15%		
Croacia	17%	17%	40% y 15%	40% y 15%
Hungría	5%	5%		
Israel	6% hasta 6 días 3% entre 1 semana y 1 año 0% mayor a 1 año	6% hasta 6 días 3% entre 1 semana y 1 año 0% mayor a 1 año		
Mozambique	11,5%	11,5%		
Paraguay	15% dep. vista 15% entre 2 y 360 días 7% entre 361 y 540 días 0% mayor a 540 días	26,5% dep. vista 26,5% entre 2 y 360 días 16,5% entre 361 y 540 días 6,5% entre 541 y 1080 días 1,5% mayor a 1080 días		
Perú	8,5%	8,5%	25%	45%
Santo Tomé y Príncipe	22%	22%		
Uruguay	17% menor a 30 días 9% entre 30 y 90 días 6% entre 91 y 180 días 4% entre 181 y 365 días	25% menor a 180 días 19% mayor a 180 días 30% para dep. de no residentes	8%	10%
Zambia	12,5%	12,5%		

Fuente: Bancos centrales y FELABAN.

Este mayor requerimiento de encaje en moneda extranjera permite mejorar la posición de liquidez internacional de la economía y atender eventuales escenarios de escasez de estos fondos en un contexto, por ejemplo, de crisis financiera internacional.

Es común que en el esquema de metas explícitas de inflación, implementado actualmente por 25 países en el mundo (entre ellos el Perú, desde el año 2002), el instrumento operativo que indique la posición de la política monetaria sea la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario. Sin embargo, en un escenario de exceso de liquidez causado por entradas de capitales externos, el encaje puede utilizarse como instrumento de política monetaria. En el gráfico se muestra el canal a través del cual se afectan las condiciones crediticias.



El encaje influye indirectamente sobre la tasa de interés al encarecer el costo de intermediación financiera e inducir un mayor *spread* entre las tasas activas y pasivas, por lo que el banco optará por una mayor tasa activa, una menor tasa pasiva, menores márgenes financieros o cualquier combinación de éstas, para enfrentar este mayor encaje.

$$MF = (1 - \text{tasa de encaje exigible}) * i_{\text{activa}} + (\text{tasa de encaje exigible} - TML) * i_{\text{rem.encaje}} - i_{\text{pasiva}}$$

Así, se puede medir la equivalencia del encaje en términos de tasa de interés considerando que los bancos buscan restablecer su margen financiero, el cual se reduciría debido al aumento del encaje, mediante incrementos en la tasa activa en los puntos básicos que se requieran para restablecer dicho margen.

Otro mecanismo a través del cual los mayores niveles de encaje afectan los fondos prestables es el impacto en el multiplicador monetario. Éste muestra la capacidad del sistema bancario para expandir la liquidez, compuesta por el circulante (billetes y monedas en poder del público) y por depósitos bancarios; a partir de la emisión primaria, compuesta por el circulante y las reservas de encaje de las entidades financieras.

$$\downarrow M^s = \downarrow m \cdot \overline{BM}$$

Este proceso de expansión se origina en el primer depósito recibido por los bancos que luego de deducir los fondos de encaje que se deben mantener son colocados como préstamos al sector privado. El sector privado, luego de efectuar las transacciones deseadas y decidir el dinero en efectivo que desea mantener de acuerdo a su preferencia por circulante, los volverá a depositar en los bancos. Este proceso continúa hasta que la liquidez alcance un monto máximo coherente con el desarrollo del sistema financiero. De esta manera se puede deducir claramente que el multiplicador monetario es determinado por la tasa de encaje y por la preferencia por circulante del público. Incrementos en la tasa de encaje reducen el multiplicador, y por este canal, la oferta monetaria.

$$m = \frac{1}{(c + r_j(1 - c))}$$

donde:

- MF = Margen financiero
- TML = Tasa mínima de encaje legal
- M^s = Oferta monetaria
- BM = Base monetaria o Emisión primaria
- m = Multiplicador
- c = C/M Preferencia del público por circulante
- r_j = R/D Tasa de encaje efectivo
- C = Circulante en poder del público
- M = Liquidez en moneda nacional del sistema bancario
- R = Fondos de encaje de los bancos.
- D = Depósitos en moneda nacional del sector privado en el sistema bancario.

El encaje actúa relativamente más sobre todo el segmento de colocaciones del sector financiero, en tanto que la tasa de referencia afecta relativamente más a las tasas de interés de operaciones con menores plazos y con menor riesgo crediticio, incluyendo tasas activas, pasivas y del mercado de capitales.

En conclusión, la meta operativa de la política monetaria es la tasa de interés de referencia, ya que presenta ventajas, en general, sobre otros instrumentos de regulación monetaria. Sin embargo, en situaciones excepcionales, de significativas entradas de capitales externos destinados a adquirir activos financieros en soles, en una economía con aún altas tasas de dolarización, se puede utilizar de manera complementaria mayores requerimientos de encaje para reforzar el control monetario.
