



Munich Personal RePEc Archive

Access of development banks to the central bank: The case of COFIDE and interest rates in Peru

Jiménez Sotelo, Renzo

Corporación Financiera de Desarrollo, Pontificia Universidad
Católica del Perú

31 August 2006

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/76420/>

MPRA Paper No. 76420, posted 26 Jan 2017 11:58 UTC

**ACCESO DE LA BANCA DE DESARROLLO AL BANCO CENTRAL:
EL CASO DE COFIDE Y LAS TASAS DE INTERÉS EN EL PERÚ ***

Documento de Trabajo

(primer borrador: agosto de 2006)
(última versión: setiembre de 2008)

Renzo A. Jiménez Sotelo **

Corporación Financiera de Desarrollo

Área de Riesgos

Lima - Perú

rjimenez@cofide.com.pe / rjimenez@pucp.edu.pe / rjimenezsotelo@yahoo.es

* Este trabajo fue publicado en el Boletín del CEMLA volumen LV número 3 del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos bajo el mismo título.

** El autor deja constancia de que un resumen de este trabajo fue presentado y debatido en el Seminario Latinoamericano "La Coordinación entre la Banca Central y la Banca Pública de Desarrollo" organizado por ALIDE y el CEMLA en la ciudad de Buenos Aires los días 21 y 22 de agosto de 2008. No obstante, todos los análisis, opiniones y conclusiones expresadas en este documento, así como cualquier error subsistente, son de exclusiva responsabilidad del autor y no reflejan necesariamente la opinión de la Corporación Financiera de Desarrollo.

Resumen

En este trabajo se discuten las consecuencias del acceso restringido de COFIDE y otros intermediarios financieros, legalmente diferentes de bancos y financieras, a los instrumentos monetarios con los cuales el banco central brinda liquidez a través de sus operaciones de ventanilla y sus operaciones de mercado. El documento revisa brevemente la naturaleza de los objetivos típicos de la banca de desarrollo y de la banca central con la finalidad de establecer que en el largo plazo no existe conflicto de interés entre ellos, sino que más bien se pueden obtener sinergias de una activa coordinación mutua en ambos sentidos. A continuación se resume el marco regulatorio que explica las restricciones de acceso al banco central y se detallan sus consecuencias para el mercado interbancario, se cuantifica la prima de no acceso para COFIDE en el periodo de 2005 a 2007 y se muestra que, en situación de estrés especulativo, la volatilidad de dicha prima de no acceso ha llegado a superar inclusive las elevadísimas primas interbancarias vistas en la reciente crisis financiera internacional de 2007-2008. Finalmente se revisan los supuestos de actuación del prestamista de última instancia y se prueba que, al no cumplirse ellas, hay espacio de actuación para que el acceso de la banca de desarrollo a los instrumentos monetarios de la banca central ayude a perfeccionar el funcionamiento del mercado interbancario y profundice la liquidez del mercado de préstamos garantizados.

Clasificación JEL: E43, E52, E61, G20

Claves: liquidez, mercado de dinero, política monetaria, tasas interbancarias

Abstract

This paper discusses the consequences of the restricted access of COFIDE and other financial intermediaries, legally different from banks and financiers, to the monetary instruments with which the central bank provides liquidity through its window operations and its market operations. The paper briefly reviews the nature of the typical objectives of development banks and the central bank in order to establish that there is no conflict of interest between them in the long term, but rather can obtain synergies of an active mutual coordination both ways. The regulatory framework that explains the restrictions on access to the central bank and its consequences for the interbank market is summarized below, the non-access premium for COFIDE is quantified in the period from 2005 to 2007 and it is shown that, in a situation of speculative stress, the volatility of such non-access premium has even exceeded the very high interbank premiums seen in the recent international financial crisis of 2007-2008. Finally the performance assumptions of the lender of last resort are inspected and it is proved that, as they are not fulfilled, there is action room in order that the access to monetary instruments of central bank by development banks helps to improve the performance of the interbank market and deep the liquidity of the secured loan market.

JEL classification: C43, E2, E61, G20

Keys: liquidity, money market, monetary policy, interbank interest rates.

1. Introducción

El presente documento tiene como objetivo hacer una breve revisión de la regulación monetaria vigente en el Perú, con la finalidad de precisar la forma en la cual ésta terminan restringiendo el acceso de COFIDE y de varios otros intermediarios financieros al mercado interbancario y al mercado monetario generado por los instrumentos brindados por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Estas restricciones de acceso además tiene externalidades muy importantes, no sólo para el obvio costo financiero de estas entidades financieras, sino para el buen funcionamiento de los mecanismos y canales de transmisión de la política monetaria, así como para el cumplimiento de las otras funciones del BCRP, en especial la de propiciar que las tasas de interés sean fijadas por libre competencia, sin restricciones.

En concreto, las actuales restricciones de acceso generan que COFIDE y varios otros intermediarios financieros no tengan la facultad de convertirse en creadores de mercado para los CD-BCRP, no tengan acceso al fondeo en soles del mercado monetario creado por el BCRP con sus operaciones de mercado, no tengan acceso al fondeo provisto con sus operaciones de ventanilla, no tengan acceso al fondeo obtenible con la venta temporal de dólares, no tengan mejores alternativas de rentabilización para sus fondos a más de un día, pese a ser entidades sujetas a encaje, ni tengan acceso al fondeo intradía que gratuitamente se ofrece en el sistema de pagos administrado por el BCRP, es decir, no tengan acceso a su prestamista de última instancia.

Las indicadas restricciones son más perjudiciales para el conjunto del sistema financiero, y también para sus usuarios del sector real, si se considera que COFIDE es, por definición, un banco mayorista y que en la práctica cumple un papel indirecto de prestamista de última instancia ante todos los intermediarios, la mayoría de los cuales, los más pequeños, tampoco tienen acceso o tienen operativamente limitados sus accesos.

Más aún, a pesar de que una posible buena calibración de la operativa de la política monetaria pueda superar el efecto que tienen todas las distorsiones regulatorias mencionadas sobre la competencia en el sistema de intermediación financiera, para la estabilidad monetaria y financiera del Perú prevalecen los riesgos derivados de: (a) la creciente posición de dominio de las pocas entidades que sí tienen acceso y (b) la menor transparencia en los mecanismos de transmisión y de rendición de cuentas en el esquema de metas de inflación.

Corroborando lo señalado, en el documento se presenta la evidencia empírica disponible anterior al recrudecimiento del ataque especulativo de inicios de 2008, que conllevó a progresivos cambios en la regulación monetaria sobre las disposiciones de encaje¹. Esta evidencia incluye la revisión del costo de crédito enfrenta-

¹ Las causas y efectos de los cambios en las disposiciones de encaje son sustancialmente diferentes a las restricciones aquí analizadas, razón por la cual se los excluyen al no ser directamente comparables.

do por COFIDE durante un periodo de dos años como consecuencia de las restricciones de acceso indicadas.

Finalmente, en este trabajo se argumenta que el acceso de COFIDE, y de los otros intermediarios, por sí mismo no necesariamente tiene que aumentar el monto de dinero que el BCRP deba inyectar al sistema.

2. Marco teórico: ¿banca central versus banca de desarrollo?

La coordinación entre la banca central y la banca de desarrollo es un tema que poco se ha tocado de manera explícita en el Perú. Probablemente porque de manera tácita se ha sobreentendido que las actividades de la banca de desarrollo debieran responder también, de modo general, a una política de Estado y que, como tal, deben encontrarse en el marco de colaboración que debieran tener todas las actividades de las diferentes entidades y organismos públicos con la banca central para el cumplimiento de sus objetivos. Sin embargo, la coordinación y colaboración de la banca central con el accionar de la banca de desarrollo no es excluyente y para rescatar su real relevancia conviene recordar la naturaleza de ambas actividades.

Como se sabe un rasgo fundamental del sistema monetario actual es la existencia combinada de dinero del banco central con dinero de las entidades que efectúan actividades de banca comercial². Esta postura de política económica, además, implica un rechazo a la solución extrema de la banca libre, donde solo los bancos comerciales proporcionarían todo el dinero necesario para la economía, y también implica un rechazo al esquema de monobanco, donde un banco central es el único emisor. La razón de esta postura es que ninguna de estas soluciones opuestas ha demostrado ser lo suficientemente estables o eficientes para perdurar en el tiempo. Sin embargo, esta postura es óptima en la medida que existe efectiva "competencia" dentro de la banca comercial para ofrecer medios de pago y servicios financieros innovadores y eficientes.

En la actualidad los objetivos típicos de la banca central se centran fundamentalmente en preservar la estabilidad de precios, asegurando la estabilidad misma de la moneda en la que se miden las diferentes formas de dinero que existen en cada economía, y en asegurar el funcionamiento de los sistemas de pago, tanto interno como externo, a través de la cual se efectúan transacciones y se transfieren derechos de propiedad. El logro de estos objetivos es crucial porque le permitirá a la banca central sentar las bases necesarias para propiciar un crecimiento sostenido de la economía en el largo plazo, el mismo que redundará en mayor empleo y bienestar social en general.

Pero, así como el dinero desempeña un papel esencial en el buen funcionamiento de las economías de mercado, este buen funcionamiento está sustentado en la libertad y el derecho que tienen todos los individuos para intercambiar bienes y servicios, optimizando su consumo contemporáneo, y para acceder al crédito y a

² BIS (2003)

los demás servicios financieros, optimizando también su consumo intertemporal. La historia muestra que no todos los países se han desarrollado por igual y la evidencia empírica sugiere fuertemente que los que mejor lo han hecho lo han logrado cuando han tenido sistemas financieros más eficientes y mejor desarrollados³. Además, existe un prometedor desarrollo de la literatura teórica sobre las implicancias macroeconómicas de las imperfecciones financieras⁴.

Así, los objetivos típicos de la banca de desarrollo son múltiples, pero van desde la promoción micro de la inclusión financiera y social hasta el impulso macro de la equidad y la sana competencia en el sistema financiero, supliendo sosteniblemente lo que el mercado por sí solo no proveería. Estos objetivos tienen como finalidad última contribuir con el crecimiento descentralizado y alentar el financiamiento del desarrollo sostenible de toda la economía, objetivos todos que no se cumplen con la sola existencia de la banca comercial privada. Esto puede ocurrir porque la atención de determinados segmentos, sectores o actividades puede no ser lo suficientemente lucrativa o porque su atención involucra riesgos con los que no se tiene experiencia o no se desea tomar, porque no se alcanzan suficientes economías de escala o no se haya acumulado capacidad suficiente para ser gestionados en forma adecuada o porque simplemente es difícil empatar la política de desarrollo del país con la cada vez mayor importancia de intermediarios financieros globalizados que tienen otros enfoques y prioridades.

Es decir, en cierto modo análogo al caso de la banca central, el origen de la banca de desarrollo se encuentra en la necesidad de mitigar fallas de mercado en el sector financiero, precisamente para que los aciertos de los mecanismos de mercado predominen y funcionen más acertadamente. Por tanto, el objetivo fundamental de la banca de desarrollo en el mundo no se limita a la mera provisión de recursos de largo plazo. De lo contrario, las actividades de banca de desarrollo no tendrían razón de ser alguna en los países más desarrollados ni en países en donde la banca comercial sí puede acceder a recursos de largo plazo en los mercados⁵. Por el contrario, en muchos de esos países la banca de desarrollo existe y aún cumple un muy papel importante⁶.

En consecuencia, si bien la banca central y la banca de desarrollo cumplen objetivos diferentes, en vez de potenciales conflictos de interés entre sus objetivos típicos, lo que hay es una clara complementariedad entre sus objetivos de largo pla-

³ Mishkin(2004)

⁴ Freixas y Rochet (1997)

⁵ De hecho, en el extremo, pese a que la banca comercial puede acceder a recursos de largo plazo a través de la emisión de valores, en muchos países desarrollados la banca comercial incurre en descalces sistemáticos al otorgar financiamientos a largo plazo pactándolos a tasas de interés variables que se reajustan en función de las tasas de corto plazo a las que se fondean día a día. Este descalce estructural es posible de sostener en el tiempo porque se entiende que, si los activos en los que se invierten los recursos son lo suficientemente sanos, por definición, la banca central le asegura a la banca comercial el acceso ilimitado a un prestamista de última instancia para el manejo de su liquidez en situaciones de estrés, en caso que los mercados interbancarios fallaran.

⁶ Por ejemplo, tal es el caso de instituciones como el Instituto de Crédito Oficial (ICO) de España o el Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) de Alemania, por citar a dos instituciones de fácil recordación.

zo: crear y mantener las condiciones para el crecimiento, fortalecer la cobertura y competitividad del sistema financiero y consolidar el crecimiento y desarrollo económicos. Más aún, cuando los países tienen sectores financieros aún muy poco desarrollados, como en el caso peruano, es posible que dicha complementariedad genere sinergias adicionales a los beneficios que se esperarían de la simple coordinación individual de acciones de la banca central y de la banca de desarrollo.

Por ejemplo, si bien teóricamente los mercados financieros cumplen un papel fundamental en la canalización de fondos de los ahorristas hacia los inversionistas porque se constituyen en los mecanismos que promueven la eficiencia en la economía, en la práctica son las entidades financieras las que hacen que realmente los mercados financieros funcionen⁷. Más aún, en la actualidad varias de las funciones que cumplen los intermediarios financieros son casi insustituibles por los mercados financieros: (a) reducen los elevados costos de transacción a través de la generación de economías de escala, del desarrollo de maestría y especialización al realizar sus actividades y de la prestación de mejores y mayores servicios de liquidez; (b) distribuyen el riesgo cuando transforman activos y cuando diversifican; y (c) minimizan los problemas de información asimétrica derivados de la selección adversa y el riesgo moral.

Inclusive el financiamiento directo, a través de la emisión de valores de deuda o de patrimonio en los mercados financieros, no es la forma básica en la que las empresas financian sus actividades en los países desarrollados⁸. Si se mira con detenimiento los datos, aún en esos países sólo las empresas grandes y bien establecidas tienen fácil acceso al mercado de valores. Esto implica que el financiamiento indirecto, a través de intermediarios financieros, es la fuente de acceso a fondos externos más importante, aún de las empresas que activamente acceden a los mercados, y dentro de estas fuentes externas de fondos los bancos son los más importantes. Pero, si los bancos son de lejos los actores más importantes aún en las economías más desarrolladas, ¿cuál llega a ser el papel de la banca en economías menos desarrolladas?

En las economías menos desarrolladas, la banca reemplaza a los mercados en muchas de sus funciones y se convierte en uno de los principales asignadores de recursos en la economía⁹. En tiempos buenos, las estrategias y políticas internas de la banca determinan qué actividades, segmentos y regiones serán financiadas y en qué condiciones. En tiempos malos, en cambio, determinan qué inversiones no se seguirán realizando y qué empresas ya no sobrevivirán. Esto implica que cuando hay una fuerte concentración en la banca comercial y hay un creciente aumento de la posición de dominio, la maximización de beneficios individuales puede llegar a ser ineficiente desde el punto de vista social. Y esto es crucial porque las funciones de la banca se amplían e influyen cada vez más en el fomento del crecimiento y del desarrollo económico. De hecho su eventual discrecionalidad aumenta porque, como agentes racionales que son, privilegiarán los proyectos

⁷ Mishkin(2004)

⁸ Una evolución de los casos de EEUU, Japón y Alemania se puede ver en Hackenthal y Schmidt (2004).

⁹ Béjar, Lamonthé y Monjas (1997).

que sean más rentables desde el punto de vista privado sin importar si lo son desde el punto de vista social.

Por tanto, estas fallas de mercado crean espacio de actuación no sólo para la banca de desarrollo¹⁰, sino inclusive para la banca comercial pública cuando no existe una efectiva competencia en el mercado¹¹ o cuando, habiéndola, se requiere apoyar objetivos estratégicos nacionales que permitan el crecimiento y la mejora de la distribución de la riqueza nacional¹². Tal puede ser el caso del fomento de las actividades económicas que, por su trascendencia social, cultural, innovadora o ecológica, merezcan una atención preferente o cuando se requiere colaborar con los programas de política económica apoyando a la exportación o facilitando microcréditos que la banca comercial privada no otorga de manera suficiente o en condiciones suficientemente competitivas.

Por ello, desde un punto de vista del bienestar social, la coordinación entre banca de desarrollo y banca central es una necesidad que además crea sinergias en ambos sentidos, pues, promueve condiciones de beneficio mutuo que de otro modo no se conseguirían, inclusive para el mejor funcionamiento mismo de los mecanismos de mercado. Ésta es la línea que sostiene este trabajo sobre necesidad de coordinación, en el caso de las tasas de interés: (a) apoyar la mejora de los mecanismos de competencia en el sistema financiero, para que sus usuarios a su vez pueda acceder a tasas de interés más competitivas y (b) promover la mejora en el funcionamiento de uno de los principales mecanismos de transmisión, los re-

¹⁰ Por ejemplo, el Grupo KfW, actúa como promotor de la economía alemana y europea y como banco de fomento para los países en vías de desarrollo. La visión de la institución parte del supuesto que el mercado como tal no es suficiente para producir automáticamente los mejores resultados desde el punto de vista macroeconómico, sino que existen deficiencias estructurales y coyunturales (Zenk, 2004)

¹¹ De acuerdo a la Constitución Política del Perú, sólo autorizado por ley expresa, el Estado puede realizar subsidiariamente actividad empresarial, directa o indirecta, por razón de alto interés público o de manifiesta conveniencia nacional. Al respecto, a veces se ha interpretado erróneamente que “el principio de subsidiariedad significa que la actividad del Estado como agente del mercado sólo debe desarrollarse cuando no exista iniciativa privada capaz de atender determinada demanda” (INDECOPI, 2002). Sin embargo, esta interpretación no se pronuncia acerca de las condiciones de competitividad en las que se atiende esa “determinada demanda”. El nivel de competitividad es un “objetivo de alto interés público” y de “manifiesta conveniencia nacional” cuando la Constitución, en su artículo 58°, reconoce que la iniciativa privada es libre y se ejerce en una economía social de mercado. De acuerdo al Diccionario de la Lengua Española, el principio de subsidiariedad, dentro del Derecho, tiene dos acepciones: (1) “Criterio que pretende reducir la acción del Estado a lo que la sociedad civil no puede alcanzar por sí misma”, y (2) “El que se aplica al proceso de integración europea para limitar la intervención de las autoridades comunitarias a los supuestos en que los Estados por sí solos no puedan ser eficaces”. En tal sentido, conviene recordar que el principio de subsidiariedad en su expresión actual tiene su origen en la Doctrina Social Católica, fue formulado por el Papa Pío XI en la encíclica *Quadragesimo Anno*, en 1931, dentro del contexto de la lucha contra el totalitarismo. Es decir, los derechos del individuo, de las sociedades intermedias y de los grupos sociales fueron defendidos en la encíclica de Pío XI contra el creciente totalitarismo de entre-guerras; esto es, frente a los regímenes fascista, socialista y comunista, que buscaban politizar o incluso aplastar a la Iglesia (McCadden, 1992).

¹² Por ejemplo, el Instituto de Crédito Oficial – ICO de España se autodefine como instrumento financiero público al servicio de los intereses generales concretados a través de la política económica del Gobierno (Carta del Presidente del ICO, 2008).

lacionados con las tasas de interés, para que la banca central alcance de modo más eficiente sus objetivos.

3. Marco regulatorio: política monetaria y sistema financiero

De acuerdo con lo establecido en la Constitución Política del Perú (1993), la principal función del BCRP es la de regular la moneda y el crédito del sistema financiero con la finalidad explícita de preservar la estabilidad monetaria e, implícitamente por tanto, la estabilidad crediticia o, de modo más amplio, la estabilidad financiera. Para ello dentro de sus funciones también están la administración de las reservas internacionales y las demás funciones que le señala su Ley Orgánica.

Según la Ley Orgánica del BCRP (1992), una de las funciones principales del BCRP es el regular la cantidad de dinero y, por ello, dentro de sus atribuciones y obligaciones principales establecidas están el propiciar que las tasas de interés de las operaciones del sistema financiero sean determinadas por libre competencia, el fijar encajes, el conceder créditos con fines de regulación monetaria, el realizar operaciones de mercado abierto, el recibir depósitos, el negociar divisas, entre otras.

No obstante, el Estatuto del BCRP (1994) restringe el acceso a las operaciones de crédito que ofrece, pues, establece que, implícitamente por omisión de las demás entidades, sólo las empresas bancarias y financieras pueden realizar operaciones de crédito con el BCRP (con fines de regulación monetaria). En cambio, no establece ninguna otra restricción para que las demás entidades puedan acceder a las operaciones de mercado abierto, a la constitución de depósitos o a la negociación de divisas con el BCRP.

En el caso de la restricción de acceso a las operaciones de crédito, eventualmente podría entenderse que la omisión que se origina en su Estatuto, y que no fuera establecida en su Ley Orgánica, obedeció a la representatividad que habrían tenido los bancos y las financieras en todo el sistema en el momento en el que se concibió y aprobó el estatuto del BCRP o, tal vez, a las eventuales limitaciones de carácter operativo de esos años. Sin embargo, no se puede descartar tampoco el establecimiento de una tácita e imprecisa equivalencia entre el término “instituciones financieras” del que habla la Ley Orgánica en 1992 y el de “empresas bancarias y financieras” que menciona el Estatuto en 1994.

En cualquier caso, en la práctica de la regulación monetaria, tanto en este punto como de los demás, esa omisión, o la imprecisa equivalencia implícitamente asumida, se ha traducido en una implícita e involuntaria discriminación al resto de entidades que no son consideradas “empresas bancarias o financieras” y que, no obstante, sí conforman también el sistema de intermediación financiera nacional.

Esta discriminación inclusive, en el primer caso, no sólo implica la negación a las otras instituciones financieras a acceder a un prestamista de última instancia, sino que ella también ha tenido, y mantiene, una gran influencia de consecuencias importantes sobre algunos de los demás mecanismos e instrumentos de conducción de la política monetaria. Y es que, según las circulares vigentes, las otras facilidades monetarias también están dirigidas casi fundamentalmente sólo a los bancos,

y en algunos otros casos a otros grupos de intermediarios, mas no al total de intermediarios financieros del sistema peruano, con las externalidades que tales accesos o no accesos implican.

En la práctica todo esto conlleva que: (a) no todas las entidades tengan la facultad de constituirse en creadores de mercado para CD-BCRP debido al acceso restringido a la adquisición de estos títulos por cuenta de terceros¹³, (b) no todas las entidades tengan el privilegio de acceder al fondeo en soles del mercado monetario creado por el BCRP con sus operaciones de reporte de valores¹⁴, (c) no todas puedan acceder al fondeo a través del reporte de CD-BCRP-NR¹⁵, (d) no todas puedan acceder al fondeo a través de la venta temporal de divisas o monedas extranjeras¹⁶, (e) no todas tengan acceso a poder rentabilizar sus depósitos a plazos y tasas mayores a los ofrecidos por una noche¹⁷, (f) no todas tengan acceso al fondeo intradía que gratuitamente se ofrece en el sistema de pagos administrado por el BCRP¹⁸, y (g) no todas las entidades tengan acceso a un prestamista de última instancia debido al acceso restringido a los créditos de regulación monetaria¹⁹.

¹³ En el caso de la adquisición de CD-BCRP por cuenta de terceros, según la Circular 003-2006-BCRP, sólo los bancos, las financieras y las sociedades agentes de bolsa pueden participar en su adquisición, sea por modalidad de subasta o de compra directa. Lo mismo sucede con la Circular 023-2008-BCRP para efectuar operaciones de recompra definitiva de CD-BCRP por cuenta de terceros.

¹⁴ En el caso de las operaciones de reporte o pactos de recompra brindados por el BCRP sobre diversos valores, según la Circular 015-2006-BCRP, los participantes, ya sea en su modalidad de subasta o en su modalidad de compra directa, sólo pueden ser los bancos, las financieras, las cajas municipales y el Banco Agropecuario.

¹⁵ Lo mismo sucede con las operaciones de reporte o pactos de recompra sobre CD-BCRP-NR según la Circular 024-2008-BCRP.

¹⁶ En el caso de las compras de moneda extranjera con compromiso de recompra, según la Circular 007-2002-EF/90 el BCRP sólo puede efectuarlo directamente a los bancos y, desde 2002, también a las financieras y a las cajas municipales. Algo similar sucede con la Circular 005-2007-BCRP, según la cual sólo los bancos, las financieras, las cajas municipales y el Banco Agropecuario pueden participar en las operaciones de compra de moneda extranjera con compromiso de recompra bajo la modalidad de subasta.

¹⁷ En el caso de depósitos a plazo, mayor de una noche, según la Circular 005-2008-BCRP, sólo bancos, financieras, cajas municipales, cajas rurales y administradoras de fondos de pensiones pueden efectuar tales depósitos en moneda nacional, en subasta o por colocación directa.

¹⁸ Según la Circular 013-2007-BCRP, Reglamento Operativo del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real, los participantes se dividen en Participantes Tipo I y Tipo II y sólo los primeros pueden usar Recursos Provenientes de Operaciones Intradías de Compra Temporal de Activos Financieros. Los Participantes Tipo I son las empresas bancarias, incluyendo el Banco de la Nación, y las empresas que accedan al módulo 3 del artículo 290° de la Ley General. Los Participantes Tipo II son aquellas otras empresas del sistema financiero que no califican como Participantes Tipo I, COFIDE, CAVALI y el FSD.

¹⁹ En el caso de los créditos de regulación monetaria en moneda nacional o extranjera, según la Circular 014-2006-BCRP éstos sólo pueden ser concedidos a las empresas del sistema financiero que operan en el módulo 3 de la Ley de Bancos (1996), para lo cual deben tener una calificación de "A" o "B", un capital mínimo de S/. 14.91 millones reajustables a valor constante y unos controles internos y administración adecuada para efectuar las operaciones del módulo 3 (abrir agencias o sucursales del exterior y constituir empresas subsidiarias de capitalización inmobiliaria, almacenes generales, empresas de custodia, transporte y administración de valores; otorgar sobregiros y avances, emitir cheques de gerencia y acceder al canje; y negociar títulos de deuda de países extranjeros), además de las operaciones del módulo 1 y 2. Complementariamente, de acuerdo con la Circular 029-98-EF/90, el BCRP también puede subastar fondos del Banco de la Nación con fines

Es decir, la regulación vigente indirectamente ha terminado restringiendo la competencia por los recursos ofrecidos por el BCRP a través de sus instrumentos monetarios (y por tanto restringiendo el acceso a las externalidades positivas que sus accesos representan), con los cuales se supone que se regula “todo” el mercado monetario y crediticio para beneficio de sus usuarios finales. Esto también implica, sin querer, que se ha terminado “auto restringiendo” el mandato constitucional que tiene el BCRP de regular la moneda y el crédito en el sistema financiero, “en su conjunto”, función que también está considerada dentro de la ley orgánica del mismo BCRP.

4. Supuestos teóricos y regulatorios: el prestamista de última instancia

Para comprender mucho mejor lo conveniente que puede resultar para el sistema el acceso de un banco mayorista como COFIDE a los instrumentos del BCRP es importante repasar los supuestos teóricos que sostienen el esquema regulatorio actual de sus operaciones monetarias. En la literatura se establece claramente cuál son las funciones de un prestamista de última instancia (PUI), las cuales están ligadas a remediar dos fallas de mercado características del sector bancario: (a) la posibilidad de que una crisis de liquidez genere una crisis bancaria y (b) la posibilidad de que la quiebra de un banco genere contagio al resto del sistema. Es decir, debido a las dimensiones de las crisis sistémicas, en la academia existe amplio consenso en la necesidad de la intervención del banco central a nivel macroeconómico.

Sin embargo, a nivel microeconómico subsiste un importante debate sobre las funciones que debiera tener un prestamista de última instancia en la práctica, así como las modalidades de intervención que debe utilizar²⁰. Como se recuerda, la posición clásica de Bagehot establecía cuatro principios básicos: (a) el prestamista de última instancia debiera prestar sólo a instituciones financieras solventes, (b) los préstamos debieran efectuarse a tasas de interés superiores a las del mercado, (c) cualquier institución financiera debiera poder obtener préstamos a condición de que disponga de garantías suficientes, y (d) el prestamista de última instancia debiera anunciar públicamente su política. Es decir, la presencia de una penalización señalaba que el recurso al mercado debiera ser la regla, pues, en un mercado líquido los tres primeros enunciados serían contradictorios entre sí. Frente a esta postura se han desarrollado variantes opuestas que hoy pueden caracterizarse como la posición liberal y la posición intervencionista.

La posición liberal considera que, en un entorno donde existe un mercado líquido de préstamos garantizados (repos), el prestamista de última instancia se debería limitar a inyectar liquidez mediante operaciones de mercado abierto y debería abstenerse de intervenir mediante préstamos individuales sólo en casos extremos de importante riesgo sistémico. Y aún si una entidad solvente e ilíquida no tuviera activos para obtener liquidez en el mercado de repos, se supone que podría obtener préstamos sin garantía de otras entidades que anteriormente hayan analizado y valorado su solvencia como candidata a prestataria. Es decir, las hipótesis im-

de regulación monetaria, pero, igual que en el caso anterior, a dichos recursos sólo pueden acceder las empresas del sistema financiero que se hallen en el módulo 3 de la Ley de Bancos.

²⁰ Freixas (1999).

plícitas que sostiene esta posición son, no sólo que el mercado interbancario funciona perfectamente, sino que el saneamiento de una entidad en crisis tiene un costo muy elevado, tanto por el costo directo del rescate como por el costo indirecto por los efectos de la menor disciplina de mercado para las demás entidades.

En cambio, la posición intervencionista sostiene que, en el extremo, se debe intervenir cuando la liquidación de la entidad tiene un costo superior al costo de mantenerla en funcionamiento y dejar que quiebre. Más aún, otras contribuciones más recientes han permitido establecer que puede haber problemas de equilibrios múltiples en el mercado interbancario, lo cual debilita fuertemente el supuesto implícito del correcto funcionamiento del mercado interbancario en el que se basa la posición liberal. Esta potencial falla a su vez implica que debe examinarse con sumo cuidado la red de interrelaciones que se crea entre las entidades que participan del mercado interbancario²¹.

Esto significa que, en la práctica real, todas las modalidades de intervención del PUI asumen que se están cumpliendo tres supuestos cruciales: (a) que hay un mercado líquido de préstamos garantizados, (b) que el mercado interbancario es perfecto y (c) que el PUI está coordinando el buen funcionamiento del mercado. El problema es que en el Perú estos supuestos difícilmente se pueden estar cumpliendo.

En el primer caso, hasta ahora han resultado infructíferas las coordinaciones efectuadas por la banca central con los principales representantes de la banca comercial para desarrollar un mercado de repos líquido y profundo²². En el segundo caso, hasta la actualidad el mercado interbancario no se ha conseguido desarrollar y los préstamos interbancarios a más de un día son prácticamente inexistentes²³. Y en el tercer caso, el funcionamiento del mercado interbancario no está regulado ni

²¹ Lo cual supone que: (a) el prestamista de última instancia coordina el buen funcionamiento de dicho mercado para evitar la existencia de un segundo equilibrio en el cual cada depositante prefiere liquidar sus depósitos en lugar de transferirlos a otro banco (lo cual a su vez obliga a la entidad a liquidar sus activos), (b) la eventual débil disciplina del mercado interbancario debe verse reforzada gracias a la supervisión bancaria, y (c) la responsabilidad del prestamista de última instancia consiste en limitar las consecuencias de la liquidación de una entidad facilitando liquidez a las otras que se puedan ver afectadas, a menos que la complejidad del flujo de interrelaciones sea excesiva y haga que el rescate sea la única salida de la crisis (Freixas, 1999).

²² Los obstáculos mencionados por los bancos han sido de naturaleza operativa y legal en cuanto a su instrumentación, pero el problema de fondo ha sido más de incentivos con respecto de las oportunidades de negocio y lucro que representa esta alternativa, y el posible impacto sobre la estructura y de competencia de mercado, frente a los resultados que se obtienen de mantener la situación actual.

²³ Recién a partir de julio de 2008 la Asociación de Bancos, por su propia cuenta busca generar un indicador de mercado para las tasas de interbancarias a 1, 3, 6, 9 12 meses, de las cuales sólo la de 1 mes en soles es realmente operable a través de la plataforma electrónica DATATEC, pues, las demás se hacen por encuesta. En los dos primeros meses de funcionamiento de la iniciativa, de un total de 42 sesiones, en el primer mes hubo 11 sesiones con transacciones promedio de S/. 5.10 millones por día y en el segundo mes otras 11 sesiones más con transacciones promedio de S/. 3.14 millones por día. No obstante, sólo participan 4 bancos, los más grandes, y no todos ellos se han aprobado líneas de crédito entre sí: sólo los dos más grandes tienen líneas de créditos disponibles aprobadas en los otros tres, pero entre los otros dos menos grandes no se tienen líneas aprobadas entre sí y sólo uno de ellos tiene líneas aprobadas en los dos más grandes. A diciembre de 2007 los cuatro bancos más grandes acumulan el 84% de la participación de los créditos y el 88% de participación de los depósitos del mercado bancario.

supervisado por el banco central²⁴. Más aún, la negociación del tipo de cambio interbancario se hace a través de una plataforma electrónica en donde no todos los intermediarios financieros tienen acceso para operar y el banco central utiliza esta misma plataforma para efectuar sus intervenciones en el mercado cambiario²⁵.

Asimismo, la regulación y el funcionamiento de los sistemas de pagos también reflejan varias de estas imperfecciones. Por ejemplo, los bancos, el Banco de la Nación y el BCRP son los únicos que participan en la Cámara de Compensación Electrónica (CCE)²⁶ para pagos de bajo valor²⁷, mientras que todas las demás instituciones participan en el sistema de liquidación bruta en tiempo real (sistema LBTR) para pagos de alto valor²⁸ en donde los bancos explican la mayor cantidad de operaciones²⁹. Y dentro del sistema LBTR el banco central suministra, sin costo financiero alguno, liquidez intradiaria ilimitada y en ambas monedas a través de

²⁴ La reticencia a efectuar préstamos interbancarios no sólo afecta a los intermediarios financieros no bancos, sino también a los bancos pequeños, pues, ello les permitiría acceder a fondeo de menor costo.

²⁵ Se utiliza el sistema de negociación electrónica provisto por Datos Técnicos S.A. – Datatec, plataforma a la que tienen acceso a negociar tipo de cambio los bancos, las financieras, los fondos de pensiones, los fondos mutuos y algunas compañías de seguros. En el Perú, la mayoría de fondos de pensiones, fondos mutuos y aseguradoras forman parte del grupo económico de algún banco.

²⁶ La empresa de servicios de canje, denominada Cámara de Compensación Electrónica S.A. (CCE S.A.), propiedad de los bancos, se hace cargo de la compensación y canje de cheques desde fines del 2000. Antes este servicio era brindado por el BCRP. Se supone que está previsto que las otras instituciones financieras participen en la presentación de cheques para su cobro y en las órdenes de transferencia electrónica (Choy, 2007). Sin embargo, según la Circular 021-2006-BCRP, Reglamento General de los Servicios de Canje y Compensación, las entidades participantes sólo pueden ser (a) las empresas bancarias, las empresas del sistema financiero que accedan al Módulo 3 del artículo 290 de la Ley General, el Banco de la Nación y el BCRP, (b) Las entidades no comprendidas en el acápite anterior que reciban autorización del BCRP, y (c) aquellas instituciones que el BCRP acepte, caso por caso, como Entidades con Acceso Limitado, autorizadas únicamente a ejecutar el Servicio de Cobro de Instrumentos Compensables.

²⁷ Cheques, transferencias y otros instrumentos por cuenta de terceros, en donde el monto máximo por operación es de hasta 265,000 soles y hasta 50,000 dólares y el monto mínimo es de S/. 1 y US\$ 1. Por la CCE se puede pagar remuneraciones, CTS, pensiones, proveedores, transferencias entre individuos, tarjetas de crédito (empleando el número de la tarjeta), entre otros. Según información reciente publicada por el BCRP, la comisión más baja para los clientes por una transferencia para pago de proveedores, remuneraciones, CTS y tarjeta de crédito, vía CCE, en la plaza de Lima, es S/. 1,70 en moneda nacional y US\$ 0,50 en moneda extranjera.

²⁸ Pagos por cuenta propia o por cuenta de terceros, en donde el monto mínimo es de S/. 10,000 y US\$ 3,500 por operación y no existe monto máximo. Vía LBTR se puede realizar pagos entre empresas o personas, compra-venta de inmuebles o bienes duraderos (automóvil), entre otros. Según información reciente publicada por el BCRP, en el caso de una transferencia LBTR, la comisión más baja que se cobra a un cliente es S/. 15 en moneda nacional y US\$ 5 en moneda extranjera, sin distinguir por tipo de pago al que se destinará la transferencia. Las comisiones pueden variar por tipo de pago, plaza y banco. A su vez, el BCRP cobra S/. 4 por orden de transferencia recibido antes de las 15:00 horas y S/. 6 si la recibe después de esa hora (los participantes con sistema interconectado tienen además un cargo fijo de S/. 525, al que no están afectos los que cursen operaciones por el sistema manual). El sistema LBTR inició sus operaciones a principios de 2000.

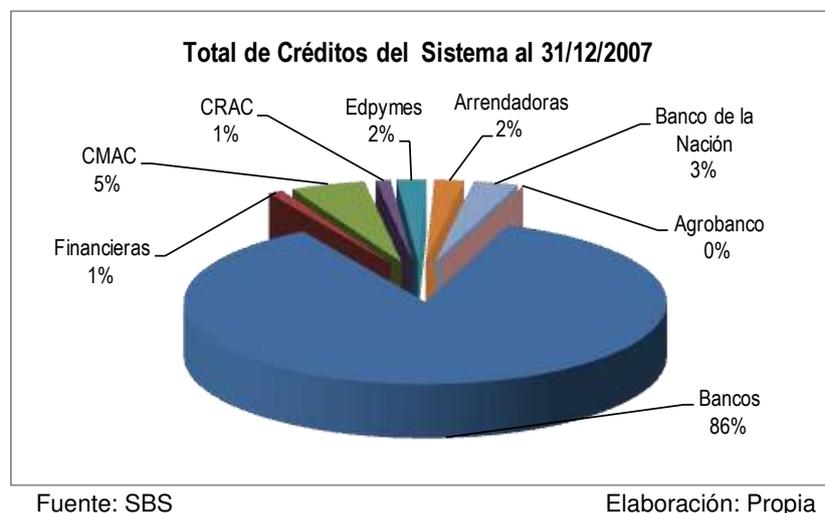
²⁹ En el mes de agosto de 2008, los bancos explicaron el 94% de las operaciones por monto y el 92% de las operaciones por número. Las demás operaciones fueron efectuadas por el banco de la Nación, financieras, cajas municipales, cajas rurales y COFIDE. El sistema LBTR cuenta con un módulo para la liquidación de las transacciones de compra y venta de moneda extranjera en el mercado cambiario, con un sistema de pago contra pago. Todas las instituciones que tienen cuentas en el banco central participan del sistema LBTR

Facilidades Financieras Intradiarias (FFI) que sólo están disponibles para los participantes tipo I, mas no para los participantes tipo II quienes tienen que tener fondos propios para poder efectuar operaciones³⁰.

En resumen, es evidente las dificultades operativas que enfrentan varios participantes del mercado, tanto por fallas de mercado como por fallas de regulación, lo que a su vez dificulta las propias prácticas de coordinación que puede estar enfrentando el banco central como prestamista de última instancia (PUI), inclusive cuando implícitamente a su función de regular las tasas de interés de mercado y la forma en la que éstas se determinan.

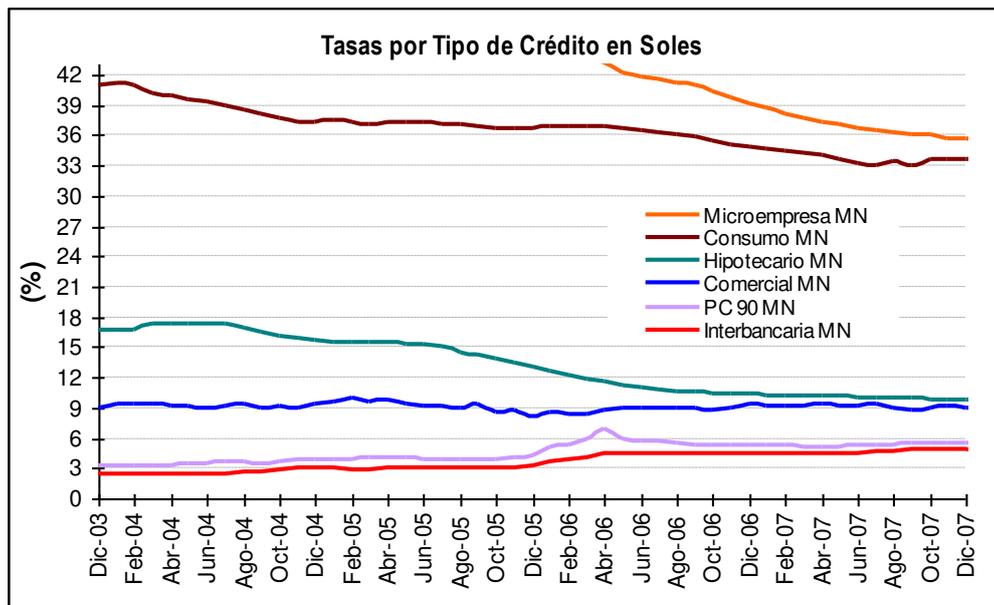
5. Algunos rasgos estilizados

Actualmente en el Perú hay alrededor de 60 intermediarios financieros que no son cooperativas, de los cuales sólo 18 intermediarios son empresas bancarias o financieras (incluyendo a 2 bancos nuevos aún poco activos y a 2 financieras totalmente inactivas). El resto de entidades del sistema está conformado por 13 cajas municipales, 11 cajas rurales, 13 edpymes y 5 arrendadoras. De estos últimos 4 grupos de entidades sin acceso a su prestamista de última instancia, los 3 primeros destacan por su efectivo y creciente papel dinamizador en segmentos de mercado que tradicionalmente han estado excluidos del sistema financiero, sin contar con las entidades que conforman el sistema de cooperativas (compuesto básicamente por 3 cooperativas relativamente grandes y otras 159 cooperativas pequeñas), ni con las entidades financieras estatales (Banco de la Nación, COFIDE, Banco Agropecuario y Fondo Mivivienda).



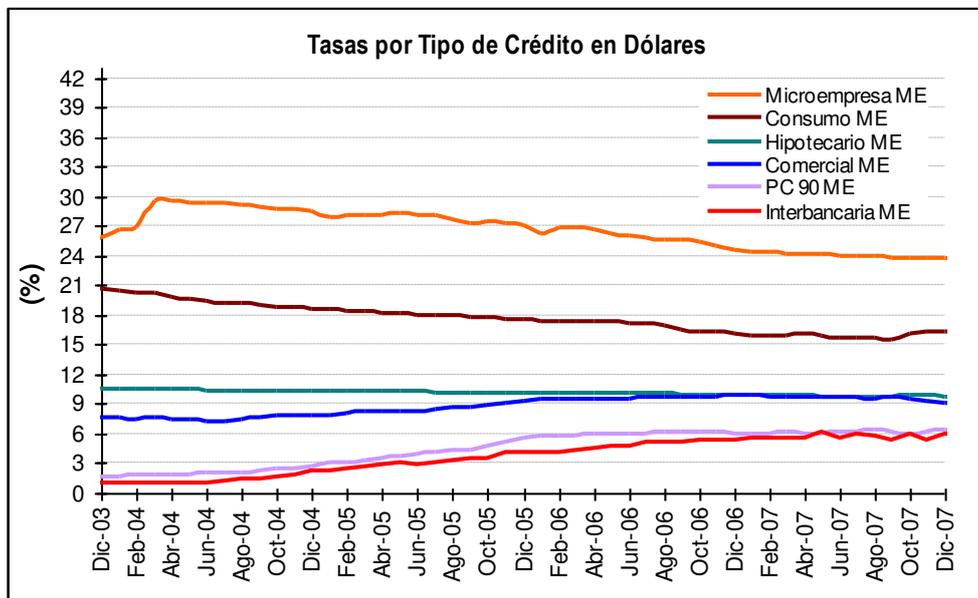
³⁰ Los participantes tipo I son las empresas bancarias, incluyendo el Banco de la Nación, y las empresas que accedan al módulo 3 del artículo 290° de la Ley General, las mismas que deben tener una calificación de "A" o "B", un capital mínimo de S/. 14.91 millones reajustables a valor constante y unos controles internos y administración adecuada para efectuar las operaciones del módulo 3 (abrir agencias o sucursales del exterior y constituir empresas subsidiarias de capitalización inmobiliaria, almacenes generales, empresas de custodia, transporte y administración de valores; otorgar sobregiros y avances, emitir cheques de gerencia y acceder al canje; y negociar títulos de deuda de países extranjeros), además de las operaciones del módulo 1 y 2. Los Participantes Tipo II son aquellas otras empresas del sistema financiero que no califican como Participantes Tipo I, COFIDE, CAVALI y el FSD.

Asimismo, pese a la implementación del esquema de metas de inflación a través de la instrumentación de las tasas de interés de referencia como meta operativa desde 2002, las tasas de interés a los segmentos no corporativos siguen sin transmitir los cambios de postura de la política monetaria reflejados en las tasas interbancarias. Para mostrar este efecto parcialmente este efecto, se muestran las tasas de interés promedio por tipo de crédito que están construidas sobre la base de los montos desembolsados para cada tipo de crédito en los últimos 30 días³¹.



Fuente: BCRP

Elaboración: Propia



Fuente: BCRP

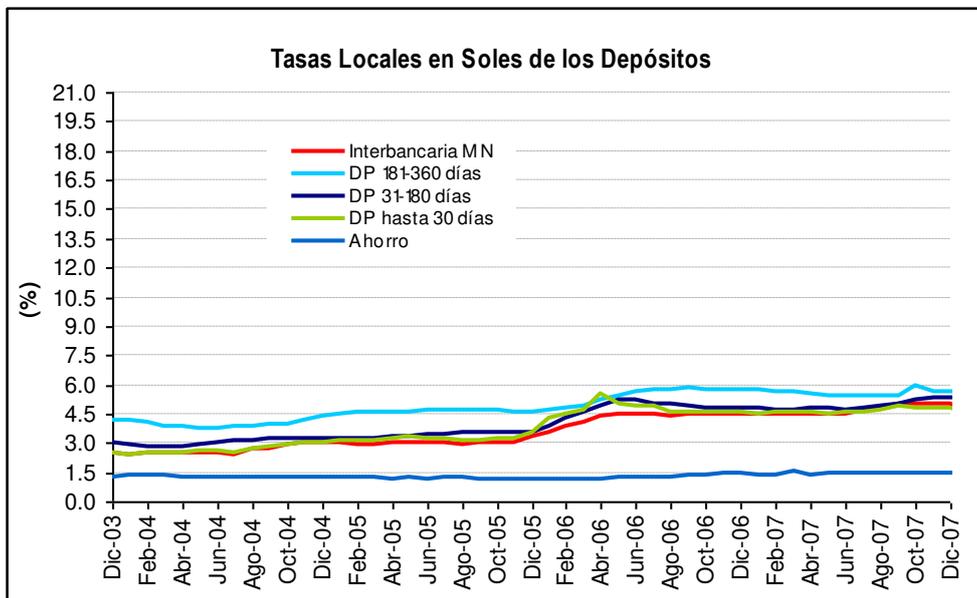
Elaboración: Propia

Algo similar sucede con la transmisión de las tasas de interés interbancarias en

³¹ El saldo de los otros créditos otorgados normalmente se mantienen a tasas de interés fija, aunque muchas de ellas se han pactado que pueden variar de acuerdo a las condiciones de mercado, sin especificar ningún indicador oficial o no oficial de mercado.

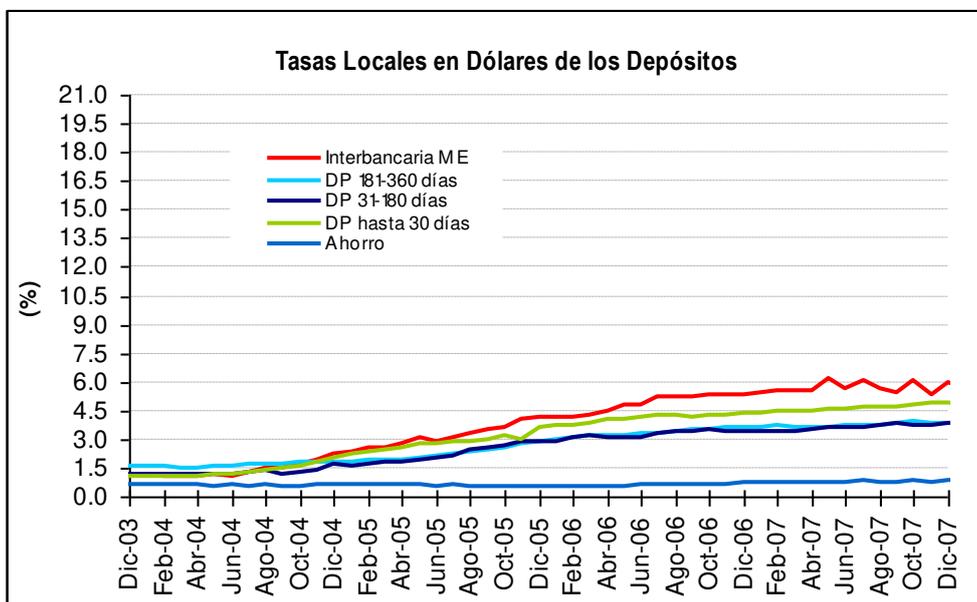
dólares hacia el resto de tasas de interés no corporativas pese a que el BCRP no tiene una política monetaria explícita en dólares³².

Sólo las tasas de interés pasivas muestran una mejor consistencia, pero dependiendo del volumen del déficit de liquidez que se generen en el mercado.



Fuente: BCRP

Elaboración: Propia



Fuente: BCRP

Elaboración: Propia

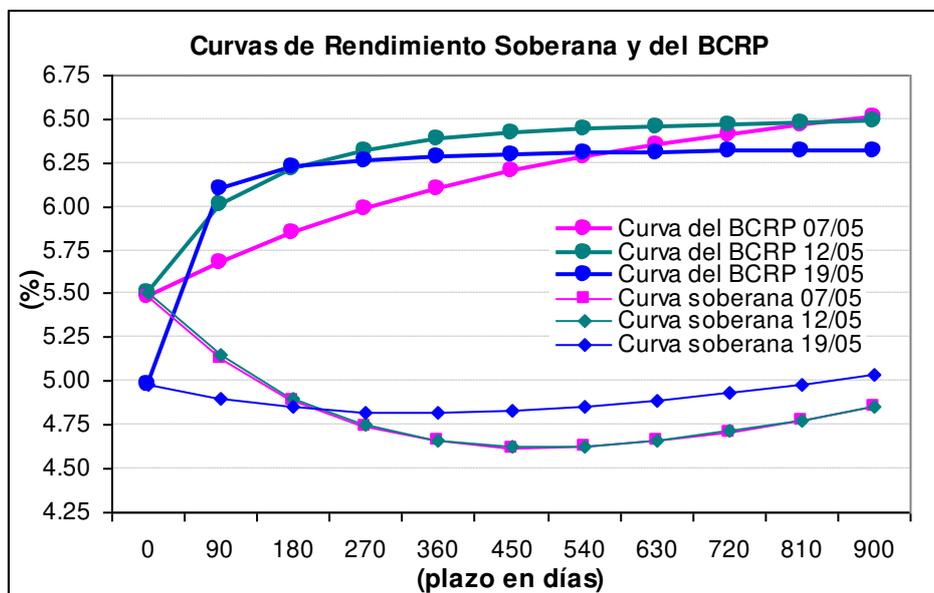
En el caso de los soles esto se observa bien debido a que las operaciones de mercado del BCRP consiguen eliminar los superávit de liquidez que pudieran ge-

³² Aun cuando el BCRP no ejecuta operaciones de mercado en dólares, sí ofrece operaciones de ventanilla y establece disposiciones de encaje (reservas obligatorias) las que en conjunto afectan sobre la tasa interbancaria y hasta cierto punto la independizan de los movimientos de la tasa de interés internacional.

nerar desviaciones respecto de la meta. No obstante, al no existir operaciones de mercado en dólares, las tasas pasivas en esta moneda reflejan el exceso de liquidez estructural inducido por los mayores requerimientos de encaje.

6. Limitaciones de COFIDE como banco mayorista

Como también se sabe, los créditos de regulación monetaria, y las operaciones de reporte activas fuera de subasta, se conceden a las tasas de interés vigentes para las operaciones activas de ventanilla con las cuales se supone el BCRP debería brindar liquidez como prestamista de última instancia. Estas tasas activas junto a las tasas de interés pasivas que el BCRP fija por los depósitos que recibe buscan conformar el corredor objetivo que periódicamente establece la política monetaria. Así, teóricamente, el banco central interviene discrecionalmente con sus operaciones de mercado para que las tasas de interés del mercado interbancario, principal indicador del mercado de dinero, no se desvíen sustancialmente del centro de dicho corredor.



Fuente: SBS

Elaboración: Propia

No obstante, COFIDE, pese a ser por definición un banco mayorista (banco de bancos y otros intermediarios), tampoco tiene acceso ni a las operaciones activas de ventanilla³³ ni a muchas de las operaciones activas ni pasivas de mercado³⁴, pese a que forma parte de las entidades sujetas a encaje. Esto, en el extremo, no resulta equitativo para COFIDE y varios otros intermediarios porque la regulación monetaria no les da acceso a los instrumentos con los cuales los que sí acceden pueden atender los cambios en los déficits estructurales que la propia regulación le busca producir³⁵.

³³ Circulares 029-98-EF/90, 007-2002-BCRP, 014-2006-BCRP, 015-2006-BCRP y 005-2008-BCRP.

³⁴ Circulares 003-2006-BCRP y 023-2008-BCRP por cuenta de terceros, y Circulares 015-2006-BCRP, 005-2007-BCRP, 005-2008-BCRP y 024-2008-BCRP por cuenta propia.

³⁵ En el caso del Banco Central Europeo, sólo las entidades sujetas al sistema de reservas míni-

Además, la desigualdad de accesos³⁶ señalada colabora con la paradójica mayor divergencia entre los rendimientos de los instrumentos del BCRP (¿meta operativa?) con los cuales se supone un banco central pretende influir en la curva de rendimientos del mercado (¿meta intermedia?) dentro del esquema de metas de inflación, en donde se supone que la curva soberana es la base sobre la que descansan las curvas de mayor riesgo y que afectan al resto del mercado.

Igualmente, esto implica que, como COFIDE termina cumpliendo un papel indirecto de prestamista de última instancia para todas aquellas otras entidades que no tienen acceso a los instrumentos monetarios del BCRP, el no acceso de COFIDE también limita su propia capacidad de cumplir este papel, especialmente en moneda nacional, lo que a su vez tampoco colabora con el apoyo al proceso de desdolarización financiera que requiere promover el mismo BCRP. Y, a su vez, esta restricción también limita la capacidad misma del BCRP para transmitir su postura de política monetaria al resto de entidades del sistema financiero, pues, esta transmisión termina dependiendo del grado de disposición de las entidades que sí tienen acceso, del nivel de dolarización y del mayor o menor lucro que se deriva del nivel de arbitraje efectuado por los accesos, tanto gratuitos como onerosos.

Así, permitirle a COFIDE el acceso a dichos instrumentos monetarios también le permitiría transmitir, con los mismos intereses que el BCRP, los cambios en la postura de política monetaria al resto de entidades del sistema, incluyendo la promoción de la desdolarización. Inclusive, aún cuando desaparecieran las restricciones de acceso antes indicadas para las demás instituciones financieras, esta potencial ventaja del acceso de COFIDE continuaría siendo cierta para las entidades que siguieran limitadas en su acceso por cuestiones de escala, garantías o por falta de requisitos operativos para acceder a las facilidades monetarias del banco central.

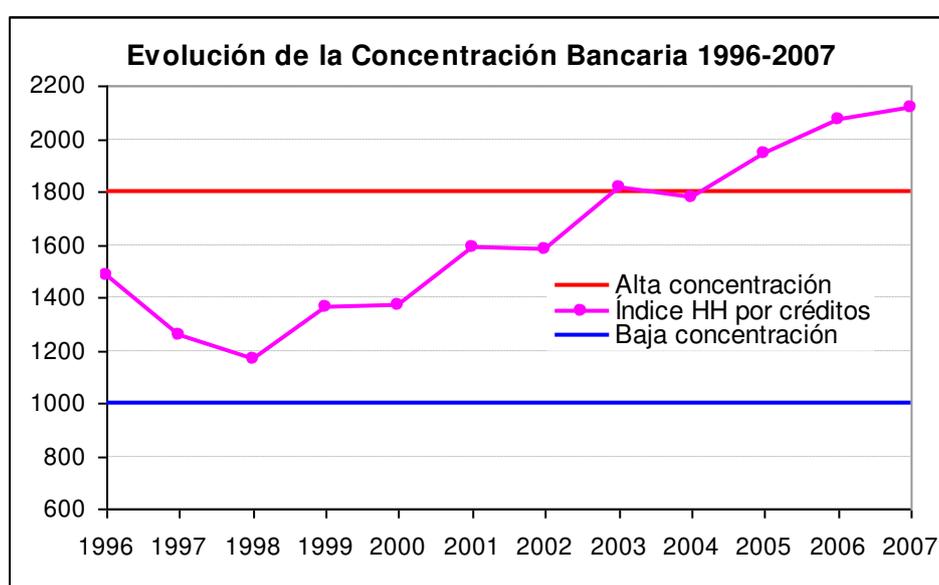
No está demás recordar que cualquier limitación de competencia, ya sea regulatoria o no, en cualquier mercado, inevitablemente conlleva un efecto indirecto de racionamiento vía precios. En este caso, para que una política monetaria logre ser expansiva en determinada magnitud (metas intermedias) en todo el sistema financiero, y logre alcanzar su objetivo final propuesto, la práctica (metas operativas) de la política tendría que ser más expansiva de lo que realmente podría ser si hubiera más acceso, esto con la finalidad de contrarrestar el efecto indirecto del racionamiento derivado de la “limitada competencia” (y del grado de lucro por arbitraje de los que tienen acceso sobre los que no tienen acceso). Y al contrario, cuando la postura de la política monetaria requiera ser contractiva en determinada magnitud, los intermediarios sin acceso (y por tanto parte de la meta final del

mas (encaje) del Eurosistema, de conformidad con el artículo 19.1 de los Estatutos del SEBC, pueden actuar como entidades de contrapartida. Las entidades que estén exentas de las obligaciones derivadas del sistema de reservas mínimas del Eurosistema (véase sección 7.2) no pueden acceder a las facilidades permanentes ni participar en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema.

³⁶ COFIDE cuenta con autorización como creador de mercado para bonos soberanos.

BCRP también) dependen del estado de la disposición de los intermediarios que sí tienen acceso para transmitir el cambio de postura en mayor o menor medida³⁷.

Así, aún cuando la práctica operativa de la política pudiera estar bien calibrada todo el tiempo para tener en cuenta las distorsiones de competencia indicadas, para la regulación de la moneda y el crédito en el sistema financiero: (a) se mantiene el riesgo derivado del uso discrecional de la creciente posición de dominio de las pocas entidades que sí tienen acceso, lo cual limita el control sobre la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera, (b) se mantiene el riesgo derivado de la menor transparencia en el mecanismo de transmisión y en la rendición de cuentas, requisitos altamente deseables en un esquema de metas de inflación como el vigente, y (c) se genera una prima de no acceso interbancario para las entidades que no acceden al banco central.



Fuente: SBS

Elaboración: Propia

En el primer caso, el potencial uso discrecional de la posición de dominio de los mayores bancos se ha venido incrementando en los últimos años. Por ejemplo, en 1998 había 27 bancos y la participación de los 3 principales bancos era de 53% y la de los 5 primeros 66%; en 2002 había 15 bancos y la participación de los 3 primeros era de 59% y la de los 5 primeros de 76%; y en 2006 había ya solo 10 bancos, los 3 principales con una participación de 72% y los 5 principales con una participación de 86% del sistema. De hecho, sobre la base de la evolución del índice de concentración Herfindahl-Hirschman (HH), el mercado bancario en el Perú no sólo se encuentra cada vez más concentrado, sino que desde 2002 se lo puede considerar altamente concentrado³⁸. Y aún en el negado caso que se produje-

³⁷ Podrá observarse más adelante la diferencia de respuesta a un similar cambio de postura de política monetaria. Por ejemplo, la diferencia de respuesta entre los 50 pb que subió la tasa de referencia en agosto y setiembre de 2004 con los 50 pb que subió en julio y setiembre de 2007.

³⁸ Como referencia, el Departamento de Justicia de los Estados Unidos de Norteamérica ha dividido los grados de concentración de mercado en tres áreas:

- Mercados desconcentrados: HHI menor a 1.000;
- Mercados moderadamente desconcentrados: HHI entre 1.000 y 1.800;
- Mercados altamente concentrados: HHI superior a 1.800.

ra la paradoja de que el creciente nivel de concentración del mercado bancario peruano es producto de la existencia de competidores muy eficientes que han aprovechado esta ventaja para eliminar rivales menos competitivos, el poder de mercado, creciente, sigue existiendo.

En el segundo caso se observa que, si bien se logró una fuerte reducción de la volatilidad de las tasas de interés luego de implantarse el esquema de metas de inflación explícitas a partir de 2002, no obstante, no se ha logrado asegurar que todos los diferenciales de las tasas de interés respecto de las tasas interbancarias se reduzcan sostenidamente, inclusive para el segmento corporativo, como se verá también más adelante. En el tercer caso, la restricción de acceso precisamente genera una prima de no acceso, como se cuantificará más adelante, que se convierte en un sobre costo que deteriora las condiciones de competencia.

7. Aproximación de los efectos de la restricción de acceso al BCRP

¿Cómo saber cuán significativas son las restricciones de acceso indicadas incluso en el mercado corporativo? Debido a que en el Perú no existen tasas de interés de mercado que sean calculadas de manera oficial como sí ocurre en otros mercados³⁹, debemos hacer comparaciones con variables proxy, buscando siempre que su grado y dirección de sesgo también pueda ser aproximado válidamente, aunque sea de manera burda. Por ejemplo, se puede utilizar como variable proxy a un indicador “no oficial” de las tasas de interés del mercado de crédito preferencial corporativo como lo es el de las tasas de interés “limabor” a los diferentes plazos a los que se calcula.

Las tasas de interés “limabor” se basan en las encuestas diarias efectuadas por la Asociación de Bancos entre sus propios miembros más representativos sobre las tasas a las que prestarían fondos a los clientes con la más alta calificación crediticia⁴⁰. Si bien este indicador ha sido fuertemente criticado hasta no hace mucho tiempo, incluso por varios de los mismos miembros asociados que decían no estar adecuadamente representados, recientemente algunos de estos mismos críticos la han empezado a usarlo como tasa base de referencia para el cobro de tasas de interés variables en los créditos hipotecarios que vienen pactando con plazos de más de 5 o 10 años desde hace varios meses.

Así, para que exista tal oferta, de manera real y efectiva, y para que no se vea perjudicada una entidad cualquiera en el cobro de menores intereses a lo largo de

³⁹ En los mercados de dinero de otros países, con la excepción del Reino Unido, el cálculo de las “tasas de interés de mercado” lo realizan, y de manera “oficial”, los bancos centrales correspondientes a cada país porque son ellos los que tienen la responsabilidad de regular el dinero (cantidad) y, por tanto, su precio (tasas de interés). En los países en los que la supervisión bancaria está fuera del banco central, en entidades tales como superintendencias de bancos o comisiones bancarias, dichas entidades están encargadas de “supervisar” la solvencia y el cumplimiento de la normativa por parte de cada uno de los intermediarios financieros, no de efectuar oficialmente cálculos de tasas de interés.

⁴⁰ Según la propia metodología seguida por la Asociación de Bancos del Perú, “las tasas activas referenciales que se cotizan para la fijación de la limabor son tales que consideran un margen sobre la curva riesgo cero peruana” y dicho “margen debe ser para un riesgo AAA y debe ser el menor posible que se le cobraría a un cliente de riesgo AAA para que la curva limabor tenga validez”.

toda la vida del préstamo, a priori podría suponerse que dicha entidad espera que este indicador no tendrá una evolución sesgada en el futuro o que, en el peor de los casos, cualquier posible sesgo temporal no le será adverso a dicha entidad. Es decir, es razonable inferir que dicha entidad espere que, si ocurre una perturbación que desvíe temporalmente este indicador, el desvío se corrija inmediatamente o, en todo caso, se desvíe al alza mientras dure la perturbación. Por tanto, no se espera que disminuya de modo persistente el diferencial entre el precio del dinero en el mercado monetario real y el precio fijado por el indicador “limabor”. Es decir, es razonable esperar que no se tenga sesgo a la baja.

En el otro extremo ¿qué tanto sesgo al alza podría tener el indicador “limabor” respecto del precio real del dinero en el mercado? Dicho sesgo puede ser evaluado a partir de la información pública disponible, pero adicionalmente se ha hecho una prueba empírica utilizando como muestra los datos de operaciones reales ejecutadas durante un periodo de dos años. Como COFIDE no accede al mercado interbancario ni al mercado monetario generado por el BCRP, por las restricciones antes indicadas, se puede suponer razonablemente que al menos debería tener un acceso similar al que tiene cualquier empresa corporativa no financiera de su misma calificación local, AAA. Por tanto, la prueba consistió en comparar las tasas de interés que en la práctica real le han cobrado a COFIDE por sus operaciones pasivas de corto plazo con las del referido indicador limabor⁴¹, ajustado por encaje⁴². Esas comparaciones se han hecho con los datos del mismo día en el que se pactaron las operaciones y por el mismo plazo pactado. Se ha tomado como muestra todas las operaciones no colateralizadas⁴³ que, entre octubre de 2005 y setiembre de 2007, tenían vencimientos entre 30 y 60 días al cierre de cada mes⁴⁴ y de ellas se desprende que el indicador tampoco muestra sesgo al alza.

8. Cuantificación empírica de la prima no acceso interbancario

En el caso de las comparaciones efectuadas entre el indicador proximalimabor y la tasa de referencia del BCRP en soles, se puede observar claramente que desde fines de 2005 se dio un creciente aumento en la prima existente entre el centro

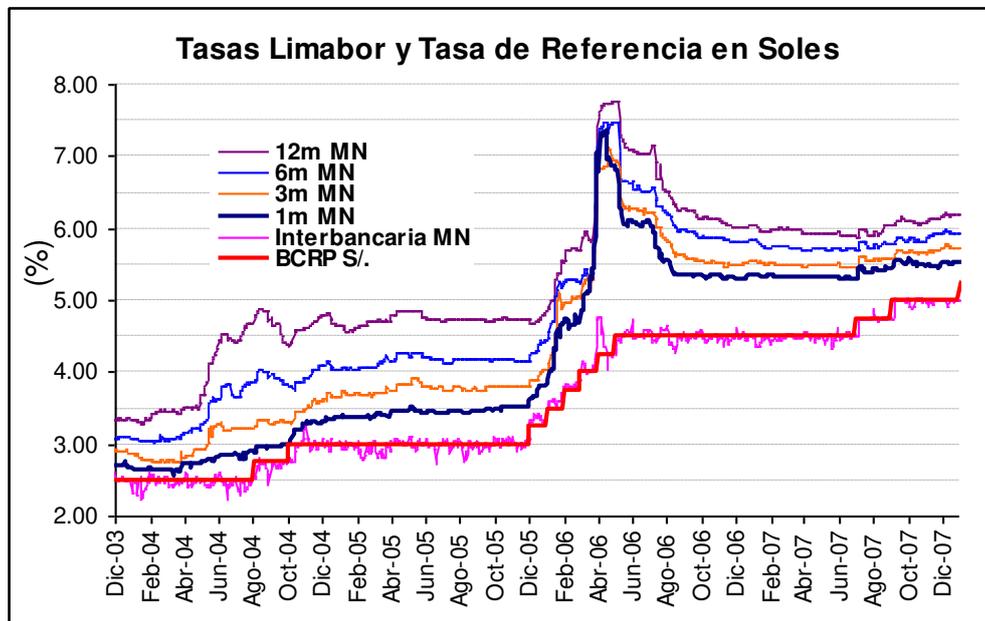
⁴¹ Hasta junio de 2008, este indicador buscaba ser una tasa seudo “*prime rate*” del sector corporativo, pero desde julio de 2008 ha sido redefinida para buscar convertirse en una tasa seudo “libor”: “Las tasas limabor se redefinen a partir del 01/07/08. Dejan de ser tasas destinadas a los clientes con la mejor calificación crediticia y pasan a ser definidas como tasas interbancarias a las cuales los bancos estarían dispuestos a tomarse y prestarse fondos entre ellos”. Sin embargo, esto además genera problemas de profundidad en la consistencia de los datos porque, debido a los enormes cambios en las disposiciones de encaje efectuados a lo largo de 2008, se pierde la posibilidad de hacerla comparable hacia atrás (un requisito básico para la implementación de modelos internos bajo Basilea II).

⁴² Tómese en cuenta que las tasas de interés limabor consideran implícitamente un costo de encaje, un costo en el cual no incurren los intermediarios financieros cuando les prestan recursos a otro intermediario como COFIDE, al ser una entidad también sujeta a encaje.

⁴³ No se han considerado los créditos recibidos que forman parte una operación con pacto de recompra ni las que tienen un colateral de 100% en efectivo, por tener distorsionar la prima de riesgo sin garantías.

⁴⁴ Por consistencia no se pudieron considerar operaciones de menos de 30 días ya que muchas de ellas no han sido registradas por la contabilidad, pues, se pactaron después del cierre de mes y vencieron antes del cierre del mes siguiente. Tampoco se tomaron operaciones de más de 60 días por su menor frecuencia y porque ello no permitió capturar adecuadamente la volatilidad de corto plazo observada.

objetivo del corredor del mercado interbancario (costo al que ni COFIDE ni los otros intermediarios no bancarios pueden acceder) y el mercado preferencial corporativo (referencia del costo al que COFIDE y los otros no bancarios sí accederían).



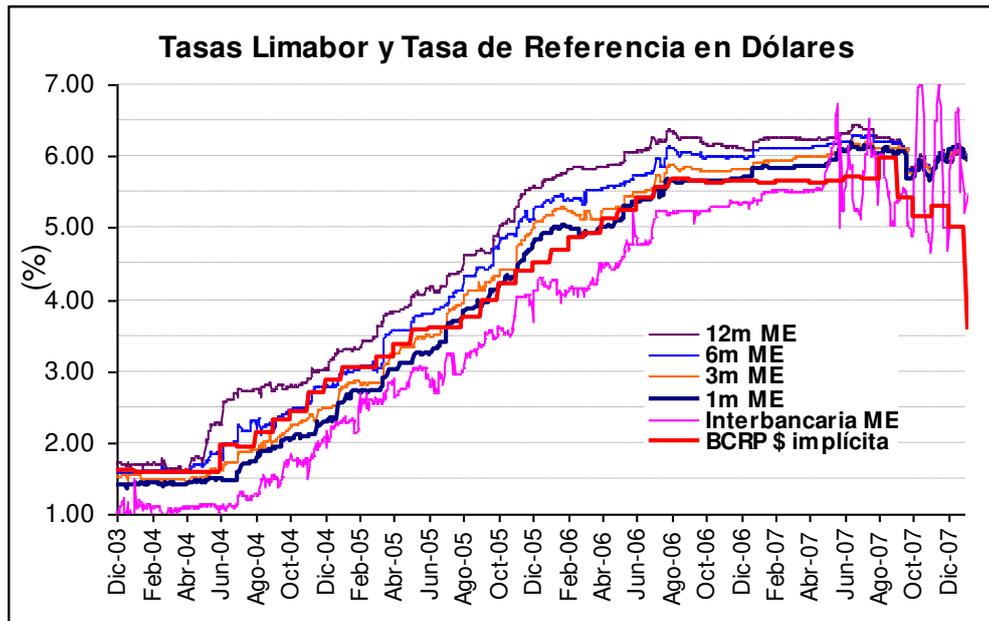
Fuente: BCRP, Asbanc

Elaboración: Propia

Este creciente aumento en el diferencial de tasas de interés llegó a máximos en abril de 2006, pero, luego de una reversión parcial, no logró regresar a sus niveles “normales” sino recién hasta agosto de 2007. Es decir, se observa claramente cómo el cambio en la postura de política monetaria en soles iniciado en diciembre de 2005 fue más amplificado para los intermediarios financieros que no contaron con acceso a las operaciones de mercado ni de ventanilla con las cuales el BCRP interviene activa o pasivamente en el “mercado”. Por tanto, es bastante evidente que el indicador no estaría sesgado a la baja.

En cambio destaca la diferente disposición de los intermediarios financieros para transmitir la postura implícita⁴⁵ de la política monetaria en dólares hacia las tasas de interés locales del segmento corporativo. En soles la volatilidad se exagera y los cambios en las tasas se amplifican, mientras que en dólares la volatilidad transmitida es apaciguada y los cambios en las tasas de interés se transmiten aminorados.

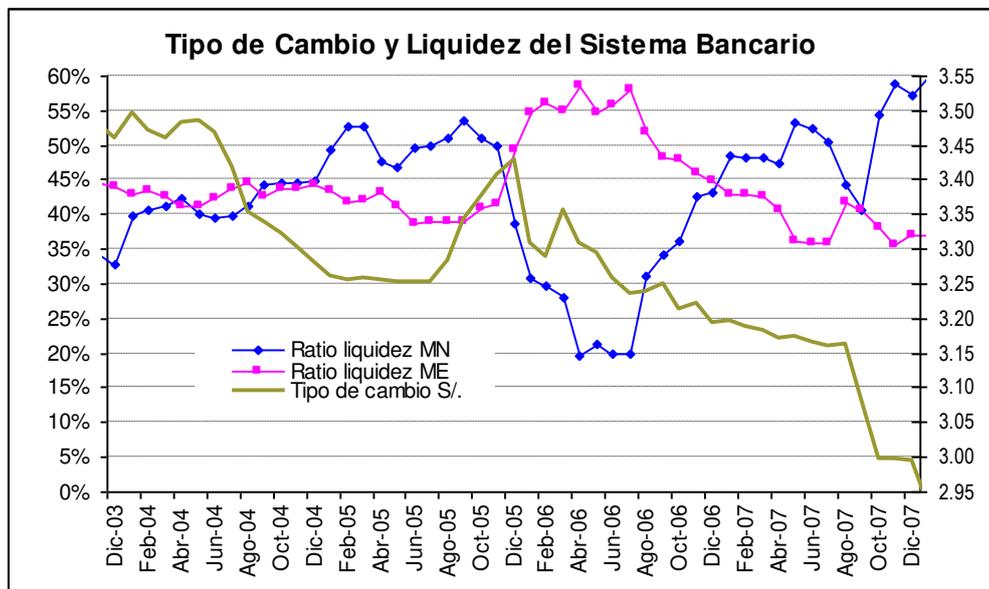
⁴⁵ Dicha postura ha sido deducida a partir de las tasas de interés ofrecidas por el BCRP para sus operaciones de ventanilla en dólares, las cuales también son actualizadas periódicamente.



Fuente: BCRP, Asbanc

Elaboración: Propia

Desde fines de 2005 y durante todo 2006 se puede observar claramente como toda la liquidez inyectada por el BCRP, a niveles cercanos a su tasa de referencia, en realidad fue utilizada por los intermediarios con acceso para aumentar su posición de cambio al contado, parte de ella para cubrir su posición corta por la venta de dólares a plazo, lo cual generó que los ratios de liquidez en dólares se incrementaran (aunque sus tasas no cayeron) en desmedro de la liquidez en soles (cuyas tasas sí se dispararon).



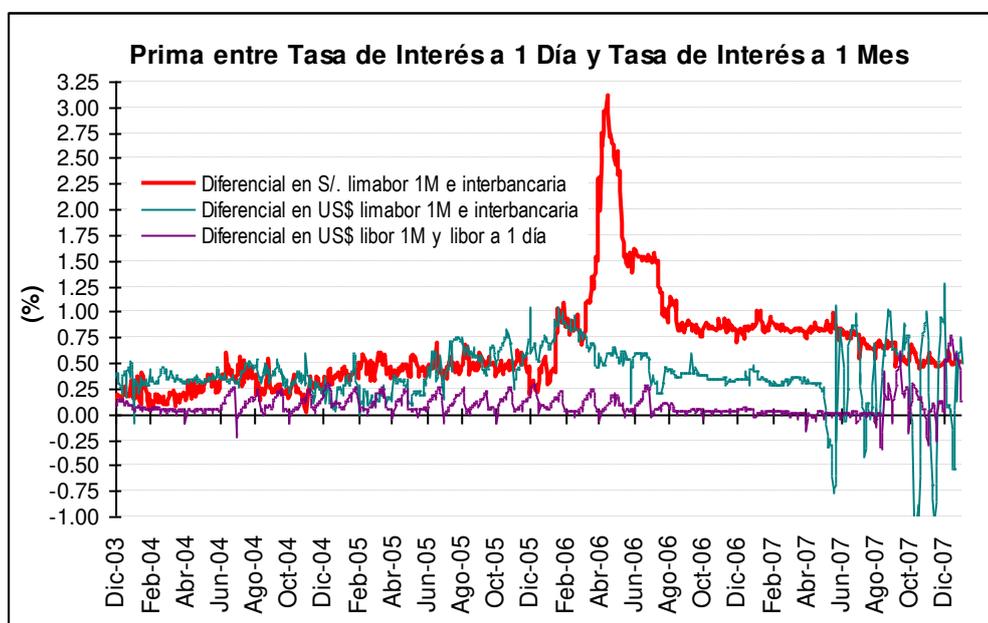
Fuente: BCRP, SBS

Elaboración: Propia

De hecho, se puede verificar que en el caso de los soles, y después de más de un año de acabado el desarrollo especulativo que acompañó al proceso electoral de inicios de 2006, el diferencial promedio para las tasas preferenciales corporativas a 30 días respecto de las tasas interbancarias (1 día) se mantuvo más alto que

antes. En diciembre de 2005 dicho diferencial promedio estuvo en 37 pb, en abril de 2006 llegó a 267 pb y en agosto de 2006 bajó a 96 pb. Sin embargo, en agosto de 2007 aún seguía en 66 pb y hasta diciembre de 2007 se mantuvo en torno a 55 pb.

Del incremento señalado, apenas 5 pb en promedio correspondieron a efectos del encaje; sin embargo, la mayor diferencia no se debió a cambios en las primas de riesgo ni en las primas por plazo porque algo similar sucedió con el diferencial promedio de las tasas para depósitos a 30 días (tasas sin prima de riesgo de crédito) y con las tasas preferenciales corporativas a 90 días (tasas con una prima por plazo diferente) respecto de las tasas interbancarias en soles. Así, la evolución y tendencia del diferencial en soles contrasta con la evolución del mismo diferencial en dólares, dirigido al mismo segmento corporativo y al mismo plazo, cuando el proceso especulativo al alza del tipo de cambio se revierte a la baja en la segunda mitad de 2007.



Fuente: BCRP, Asbanc, Reuters

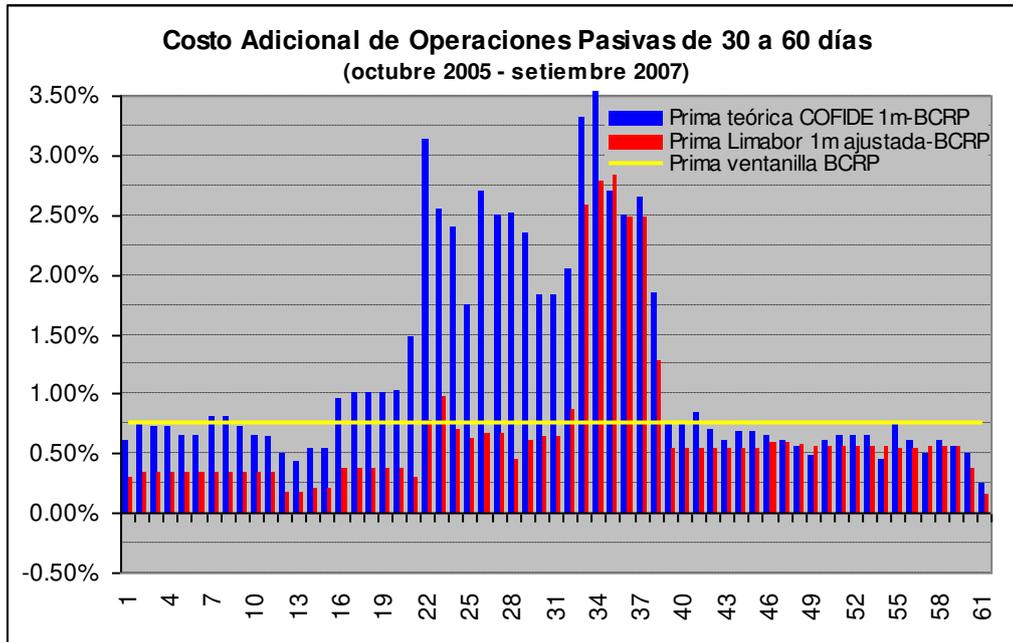
Elaboración: Propia

En el otro caso, para probar que el indicador “limabor” no esté sesgado al alza, y así validar que el indicador no está exagerando la real menor transmisión de los cambios de postura de la política monetaria en el mercado, de los datos empíricos obtenidos, en el mismo periodo de 2 años, se podrá observar que, en el poco probable caso de existir, dicho sesgo no es significativo.

Por el contrario, en dicho periodo COFIDE tuvo que pagar por sus operaciones pasivas de corto plazo en soles⁴⁶, pactadas mayormente con los bancos que tienen el mayor peso relativo en el indicador “limabor”, una prima promedio de 52 pb adicional a las primas implícitas ya existentes en el propio indicador limabor ajustado. Dicha prima promedio se amplía de 52 pb a 96 pb si sólo se considera el pe-

⁴⁶ Se tomaron las 61 operaciones en soles pactadas con bancos locales entre octubre de 2005 y setiembre de 2007 que tenían un plazo de entre 30 a 60 días y cuyo monto total ascendió a S/. 271 millones. .

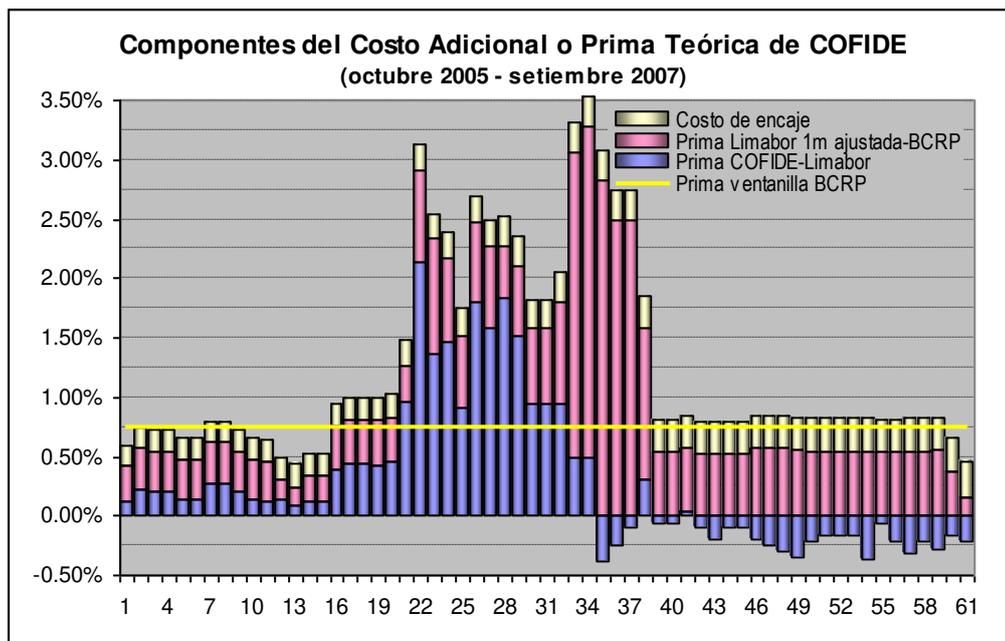
riodo de estrés, de diciembre de 2005 a abril de 2006, producto evidente del restringido acceso por recursos monetarios.



Fuente: COFIDE, Asbanc, BCRP

Elaboración: Propia

En cambio, en caso que el acceso a los instrumentos monetarios del BCRP sí existiera para COFIDE, su menor costo teórico podría ser aproximado con el resultado de la suma de: (a) la prima existente entre la tasa limabor ajustada por encaje y la tasa interbancaria, (b) el costo de encaje cargado a los corporativos y (c) la prima que hay entre lo que paga COFIDE y la tasa limabor.



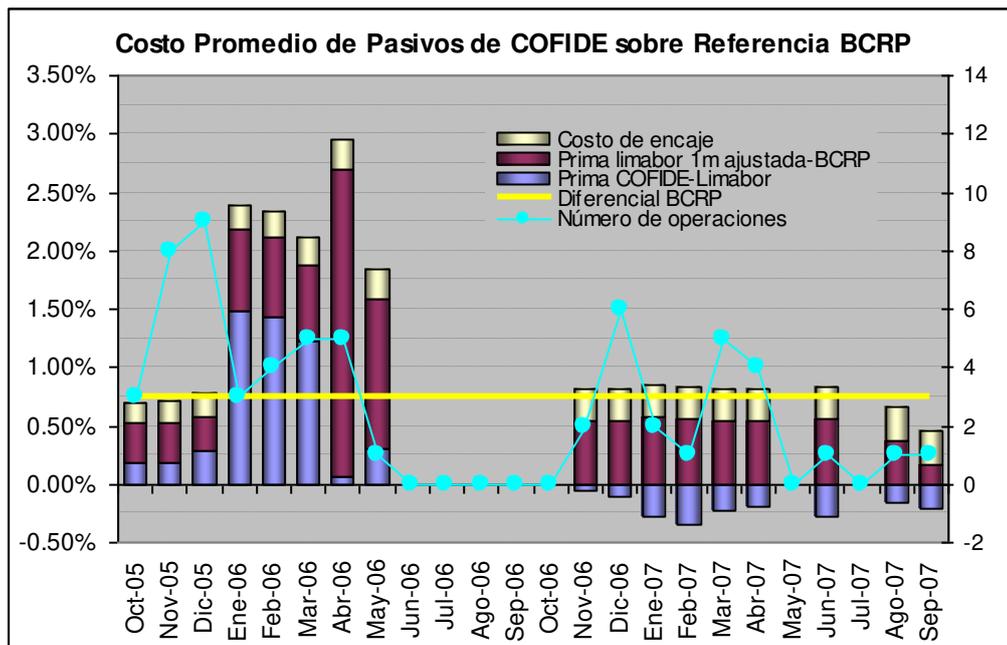
Fuente: COFIDE, Asbanc, BCRP

Elaboración: Propia

En todo el periodo evaluado, dicho menor costo teórico posible en promedio as-

cendió a 119 pb, el cual se descompone en: (a) una prima promedio de 67 pb existente entre la tasa interbancaria y la tasa limabor a un mes ajustada, (b) un costo mínimo implícito de encaje promedio de 23 pb, y (c) una prima promedio de 29 pb que pagó COFIDE en exceso sobre la limabor respectiva.

Si se considera sólo el plazo de diciembre de 2005 a abril de 2006, el periodo de mayor restricción de liquidez en el sistema, el mayor costo teórico llegó a 187 pb en total (91 pb más 22 pb más 74 pb respectivamente).



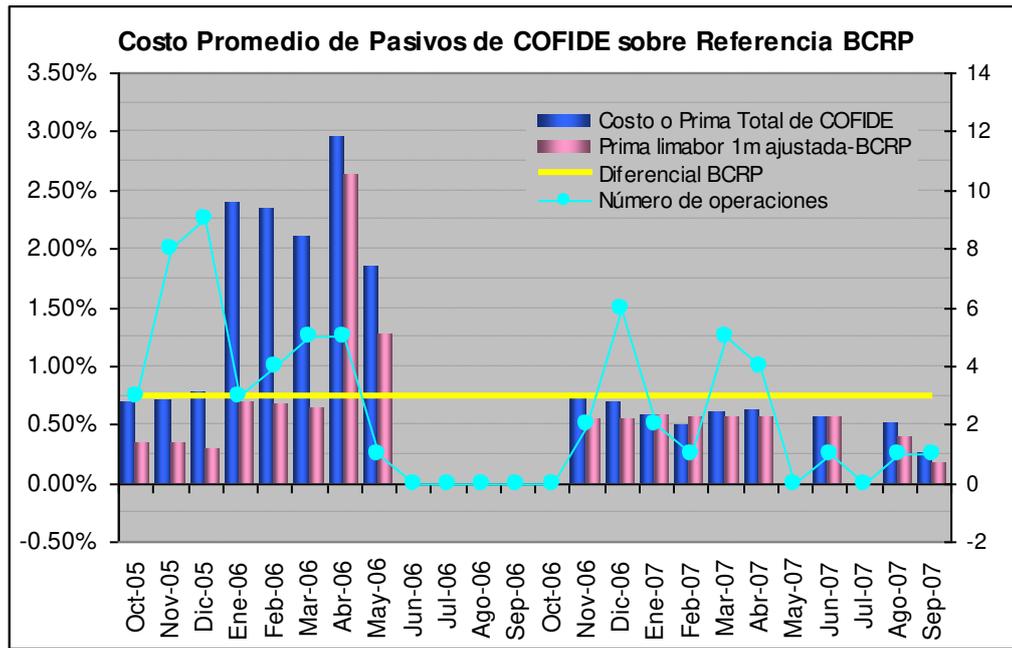
Fuente: COFIDE, Asbanc, BCRP

Elaboración: Propia

Asimismo, si se ordena el total de operaciones por meses de ocurrencia se tiene que desde diciembre de 2005 y hasta mayo de 2006 el costo de las operaciones pactadas por COFIDE ha superado inclusive el costo de las facilidades de ventanilla provistas por el BCRP⁴⁷, que se suponen son muy onerosas por encontrarse en promedio 75 pb por encima del centro del corredor establecido para el mercado interbancario.

De hecho, la prima promedio pagada por COFIDE superó largamente los 100 pb y llegó bordear los 200 pb de exceso en las operaciones de endeudamiento de 30 a 60 días.

⁴⁷ Se asume también que todas las primas por plazo calculadas a partir de la limabor son iguales a las del mercado real enfrentado por COFIDE, supuesto que se verifica para las operaciones de corto plazo.

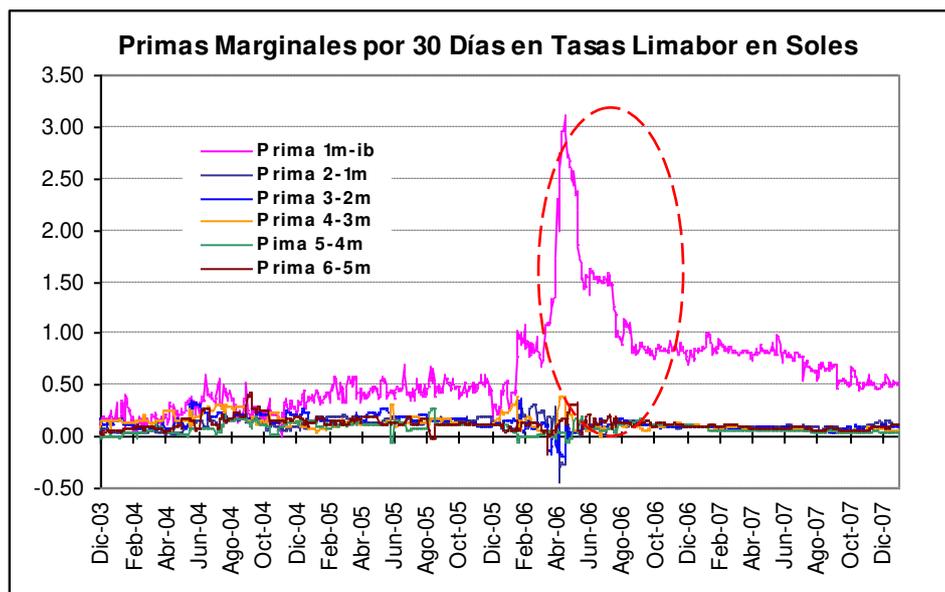


Fuente: COFIDE, Asbanc, BCRP

Elaboración: Propia

En todos los cálculos efectuados implícitamente se asume que la prima existente entre la tasa limabor a 1 mes ajustada y la tasa de referencia del BCRP (a un día) corresponde a la suma de dos primas componentes: a) la prima por plazo existente entre las operaciones corporativas a 30 días y las operaciones corporativas a 1 día, más b) la prima por no acceso al mercado interbancario de las entidades financieras sin acceso.

Nótese que la diferencia promedio entre la tasa de referencia del BCRP y la tasa interbancaria durante el periodo evaluado ha sido de sólo 02 pb.

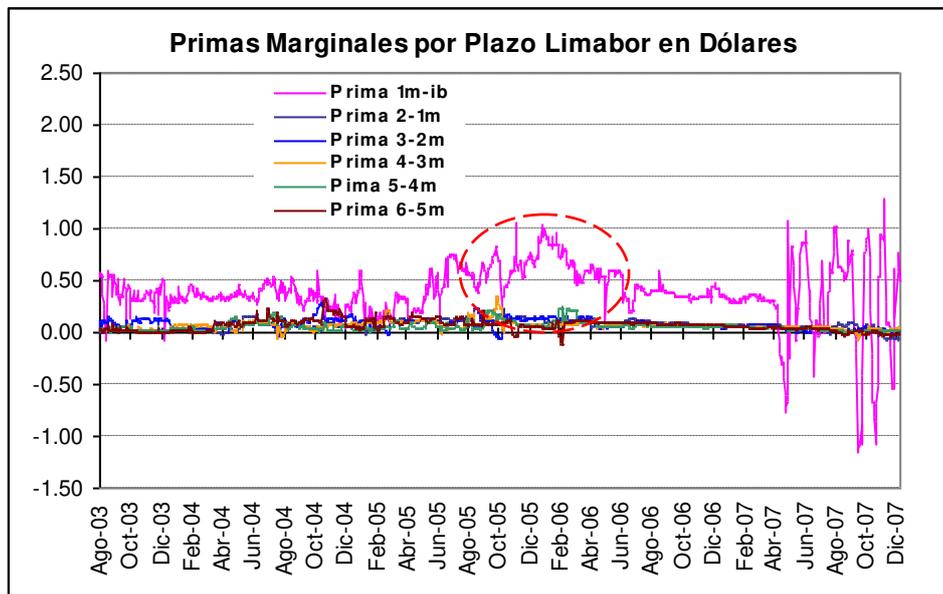


Fuente: Asbanc, BCRP

Elaboración: Propia

En el caso del segundo componente, el de la prima por no acceso al mercado interbancario, si no hubiera restricción para las otras entidades financieras, debería

corresponder a la prima existente entre una entidad financiera y una empresa no financiera con el mismo nivel mínimo de riesgo⁴⁸.



Fuente: Reuters, BCRP

Elaboración: Propia

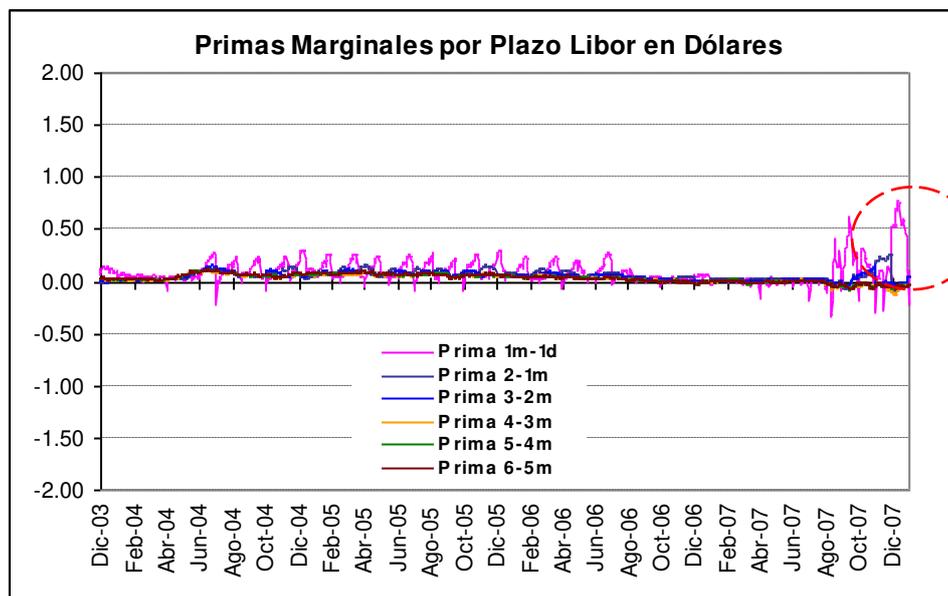
No obstante, debido a las restricciones de acceso, es este segundo componente el que explica las mayores o menores distorsiones en el tiempo que se producen sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria en el mercado (que llegó a un máximo superior a los 300 pb en el periodo de estrés). Esta distorsión puede ser observada más directamente al comparar la prima marginal de los primeros 30 días respecto de la tasa preferencial corporativa sobre la tasa interbancaria (prima 1m-ib), que incluye la prima de acceso restringido, y las otras primas marginales de los siguientes 30 días para las otras tasas limabor de plazos mayores (prima 2-1m a prima 6-5m). Es muy evidente que la prima de no acceso supera cualquier prima por plazo implícita en los primeros 30 días, aún respecto de las tasas de interés locales en dólares⁴⁹.

De hecho, los niveles de prima de no acceso interbancario no han sido siquiera equiparables a las observadas en la reciente crisis financiera internacional. En la segunda mitad de 2007, las entidades financieras fueron incrementando la diferencia entre sus tasas de 1 día y 30 días aumentó, no porque aumentara la prima por plazo, sino porque el virtual acceso a más de 1 día se fue restringiendo ante la

⁴⁸ Aún cuando no todas las empresas financieras que intervienen en el indicador "limabor" tienen un nivel de riesgo AAA, su acceso al mercado interbancario les permite lograr una prima menor o igual sobre la curva soberana que la que obtienen las empresas no financieras con un nivel de riesgo AAA.

⁴⁹ El segundo componente de las tasas de interés locales en dólares, para el mismo mercado y plazo, llegó a bordear entre 75 pb y 100 pb en el proceso especulativo inverso, inmediatamente anterior, pero igual la distorsión de la transmisión (de la disposición a transmitir los cambios en las tasas interbancarias hacia el resto de tasas en dólares) fue menor que la observada en soles. El proceso observado en las tasas de interés locales en dólares a fines de 2007 no es comparativo porque los cambios en la prima no tienen una tendencia definida positiva, más bien son cambios en la volatilidad, positiva y negativa.

incapacidad de distinguir qué contrapartes financieras podrían seguir siendo solventes a más un día (prima que llegó a un máximo de casi 75 pb a fines de 2007).



Fuente: Reuters, BCRP

Elaboración: Propia

9. Necesidad de acceso de COFIDE

Con todo lo señalado, queda bastante claro que el acceso de COFIDE a todos los instrumentos monetarios con los cuales el BCRP interviene en el mercado, ayudaría a que las posturas de política del BCRP sean mejor transmitidas al resto de intermediarios que no tienen acceso directo al BCRP, tanto en monto como en precio, además de reducirle a COFIDE y a los otros intermediarios los mayores gastos financieros en los que incurren por no tener acceso. De hecho, para lograr tal efecto no se requiere acceder realmente, sino que los otros proveedores del mercado sepan que sí se tiene como alternativa real dicho acceso.

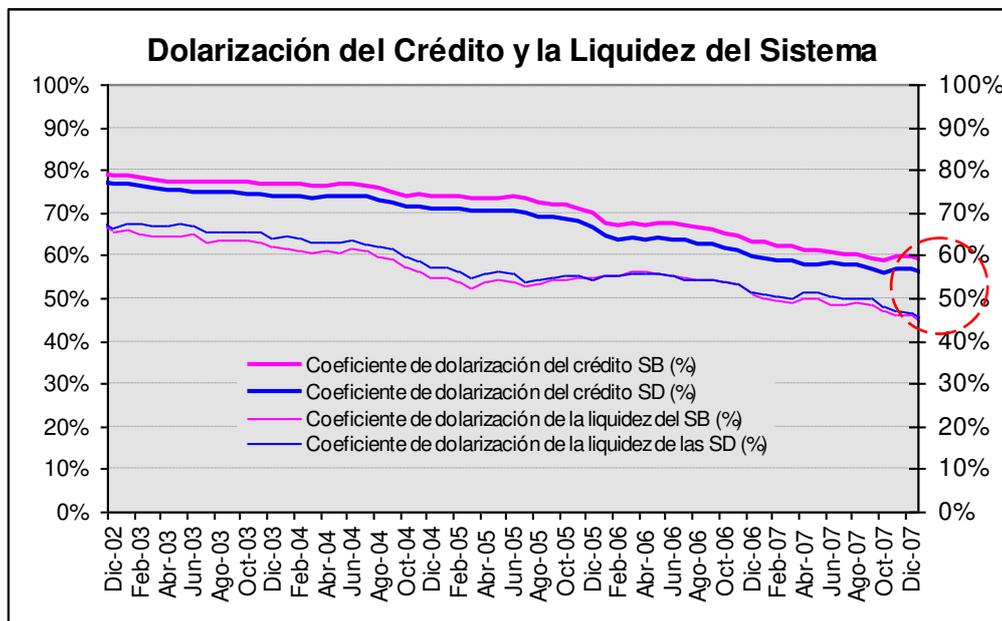
También debiera quedar bastante claro que no sería el acceso de COFIDE “per se” el que aumente el monto de dinero que el BCRP pudiera tener que inyectar al sistema, sino que es el mejor funcionamiento del mecanismo de transmisión el que, en casos de escasez de liquidez como los analizados, haría que se aumente efectivamente el monto con el cual el BCRP debiera intervenir para que “todo” el mercado “sienta” el cambio de postura de política.

El mismo escenario se produciría si en lugar de permitirle el acceso sólo a COFIDE, se le diera acceso tanto a COFIDE como a todos los demás intermediarios financieros, debido a la simple desaparición del efecto de racionamiento derivado de la restricción de acceso.

En cualquier caso, un eventual mayor aumento del dinero que el BCRP inyecta al sistema sí podría producirse si el incremento en la demanda se genera como consecuencia de una mayor aceleración en el proceso de desdolarización⁵⁰, debido a

⁵⁰ A fines de 2007, la dolarización de los créditos del sistema bancario sería de 61.6% y no de 56.6%, si el tipo de cambio no hubiera descendido. En el caso de todas las entidades de depósito,

la sustitución de dinero extranjero por más dinero nacional, que implicaría implícitamente el acceso de COFIDE a dichos instrumentos monetarios.



Fuente: BCRP

Elaboración: Propia

Por contra, si se redujera aún más el número de entidades que acceden a las facilidades aludidas, es de esperarse que sea también menor el monto de las operaciones con las que el BCRP regularía el cada vez más reducido “mercado” y sus respectivos indicadores. No obstante, se ampliaría aún más el sesgo del indicador del costo del dinero en dicho “mercado reducido” (tasa interbancaria) respecto del costo real del dinero para “todo” el sistema, que incluye a entidades del mismo nivel de riesgo pero sin acceso. Evidentemente esto otorgaría mucho más discreción a los pocos que mantengan el privilegio de acceso restringido a una cantidad menor de recursos (favoreciendo a la larga una mayor concentración del mercado).

No obstante, bajo determinadas circunstancias especiales que también ya se han observado, en el caso de una mayor restricción de acceso a la actual, también existe la posibilidad de que el total de recursos demandados en las operaciones del BCRP sea mayor al escenario que prevalecería si COFIDE sí tuviera acceso. Una de tales situaciones especiales ocurre cuando, ante el incremento en la demanda de cobertura cambiaria en el mercado de dólares a plazo, los pocos oferentes con acceso prefieren usar los recursos obtenidos del BCRP para cubrirse en el mercado cambiario de dólares al contado en lugar de seguir trasladando dicha liquidez a los intermediarios demandantes sin acceso⁵¹.

el coeficiente de dolarización crediticio también se halla subestimado por la evolución del tipo de cambio: 53.5% en lugar de 58.6%, si el tipo de cambio se mantuviera en niveles similares a los observados en 2000-2003. A inicios de 1992, el nivel de dolarización del crédito del sistema bancario estaba en torno a 62%.

⁵¹ Como se sabe, la estrategia de la banca de aumentar su compra de dólares a plazo al público con cobertura de venta de dólares al contado siempre sobreestimula el tipo de cambio al alza (y viceversa).

Si una estrategia así es sostenida por un tiempo razonable, en una economía altamente dolarizada, se logra inducir a más agentes estructuralmente descalzados (expuestos al riesgo cambiario) a tratar de reducir sus exposiciones mediante la mayor demanda de cobertura, lo cual refuerza el efecto anterior y a la larga alimenta la burbuja cambiaria que, aparentemente, amenaza con continuar y volverse permanente e incontenible. Además, la evidencia reciente muestra que estas burbujas cambiarias especulativas se retroalimentan y ellas encuentran el combustible ideal en el acceso privilegiado y restringido a recursos de menor costo, los mismos que serán demandados en un monto mayor que el que se habría demandado si no hubiera restricción de acceso (incrementando más aún su precio para los que no tienen acceso).

Por tanto, la conveniencia de permitirle a COFIDE el acceso a dichos instrumentos monetarios se halla en su capacidad mayorista (y mayor experiencia) respecto de los otros intermediarios, así como en su capacidad de cumplir con los requisitos exigidos por el banco central, además de evitar conflictos de interés por su naturaleza de banco de desarrollo y, por el contrario, tener intereses complementarios a los del banco central. Por el contrario (a) permitiría perfeccionar el mercado interbancario del sistema y (b) permitiría promover la liquidez de un mercado de préstamos garantizados que en la práctica no existe y que, si funcionara en tiempo real, evitaría el riesgo de crédito implícito en los sistemas de pago.

10. A modo de conclusión

A la luz de todo el análisis efectuado es bastante evidente que el efecto del racionamiento de la liquidez (reflejado en la ampliación de los diferenciales antes indicados) afecta más seriamente a los participantes sin acceso al banco central. Esto desalienta la competencia en igualdad de condiciones y, por el contrario, perjudica a los actores más débiles del sistema financiero y a la larga favorece la mayor concentración del sistema que se continúa observando pese al ingreso de nuevos actores.

Cuando el racionamiento de la liquidez se produce en moneda nacional, el efecto negativo inmediato se traduce en la mayor diferencia entre el precio relativo de las tasas de interés en moneda nacional respecto de las de en moneda extranjera. Es decir, por alteraciones en las expectativas de los agentes, el mecanismo termina promoviendo un efecto indeseable sobre la demanda relativa de la moneda nacional y, por tanto, empeorando los aún elevados niveles de dolarización financiera en el Perú.

Es decir, dadas las condiciones y reglas actuales en la estructura del mercado peruano, las cuales agravan algunas fallas del mercado, hay un claro espacio de actuación para que un banco de desarrollo como COFIDE promueva la sana competencia limitando las asimetrías derivadas de la concentración y la eventual falta de requisitos operativos para acceder a la banca central por parte de los otros intermediarios financieros.

La experiencia nacional prueba que COFIDE ha actuado de facto como prestamista de última instancia, no sólo por razones de liquidez, inclusive rescatando

bancos con problemas de solvencia y que representaban grave riesgo de contagio sistémico y de los cuales aún tienen cartera crediticia.

Asimismo, la experiencia reciente con la crisis financiera internacional actual demuestra: (a) que las facilidades de liquidez no se brindan ante potenciales situaciones de intervención generalizada, sino de modo anunciado y para prevenir dichas situaciones, (b) que el acceso a facilidades de liquidez no sólo está disponible para los intermediarios denominados bancos, sino inclusive para los intermediarios no denominados bancos, (c) que los bancos centrales en lugar de restringir el acceso a cada uno de sus instrumentos, vienen ampliando cada vez más el abanico de tales instrumentos, (d) que la ampliación de accesos a las facilidades de liquidez del banco central inclusive se ha llegado a brindar a bancos de inversión, sociedades de bolsa y aseguradoras, instituciones financieras que no son siquiera intermediarios financieros en el tradicional sentido estricto, y (e) evidentemente que el objetivo final de la banca central es todo el sistema, sin importar si se trata de intermediación financiera tradicional o si la entidad involucrada se llama banco.

La implementación de las mejoras señaladas no sólo implica la mejora de varias de las normativas regulatorias del BCRP, sino que, en el caso de los créditos de regulación monetaria, la actualización de sus Estatutos a la realidad del mercado nacional y a las nuevas prácticas de los bancos centrales en el mercado internacional.

10. Referencias

Banco Central Europeo (2006) "La implementación de la política monetaria en la zona euro: documentación general". Banco de España.

Banco de Pagos Internacionales (2003) "La función del dinero del banco central en los sistemas de pago". Comité de Sistemas de Liquidación de Pagos, Basilea.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (1994) "Estatuto del Banco Central de Reserva del Perú", Lima.

Casilda Béjar, Ramón; Prosper Lamothe y Manuel Monjas (1997) "La banca y los mercados financieros", Alianza Editorial, Madrid.

Choy, Marylin y Roy Ayllón (2007) "La liquidez intradiaria en el sistema de pagos en una economía dolarizada: La experiencia peruana", Banco Central de Reserva del Perú.

Cuevas, Homero (2004) "Fundamentos de la economía de mercado". Universidad Externado de Colombia, Bogotá.

Ferrer, Federico (2006) "Banca de desarrollo y sistema financiero en España" en *Banca de desarrollo de España y Europa: Prácticas relevantes para América Latina*, ALIDE.

- Freixas, Xavier y Jean-Charles Rochet (1997) "Economía bancaria", A. Bosch, Madrid.
- Freixas, Xavier (1999) "El prestamista en última instancia en el entorno actual", en *Els Opuscles del Crei N°4*, Universitat Pompeu Fabra, Barcelona.
- Gil, G. y J. Segura (2007) "La supervisión financiera: situación actual y temas para debate", en *Revista Estabilidad Financiera No. 12*, Banco de España, Madrid.
- Gurley, John y E. Shaw (1955) "Financial aspects of economic development", *The American Economic Review*, Vol. 45, Nro. 4.
- Hackenthal, Andreas y Reinhard H, Schmidt (2004) "Financing patterns: Measurement concepts and empirical results" Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt.
- Instituto de Crédito Oficial (ICO) (2008) "Informe anual: Memoria de responsabilidad corporativa 2007", Madrid.
- Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (INDECOPI) (2002) "Evaluación de las condiciones para el desarrollo de la actividad empresarial del Estado: COFIDE", mimeo, Gerencia de Estudios Económicos, Lima.
- Jiménez S., Renzo (2005) "Ciclo financiero y acelerador cambiario en una economía con alta dolarización financiera", mimeo, Corporación Financiera de Desarrollo, Lima.
- Jiménez S., Renzo (2003) "Riesgo crediticio derivado del riesgo cambiario: Perspectiva de una economía parcialmente dolarizada", en *Apuntes N° 52/53*, Universidad del Pacífico, Lima.
- Liso, Joseph M.; Montserrat Soler; Montserrat Manero; y María P. Buil (2002). "La banca en Latinoamérica: reformas recientes y perspectivas", en *Colección Estudios Económicos. N° 30*, La Caixa, Barcelona.
- McCadden, Carlos (1992) "El principio de subsidiariedad y el Tratado de Maastricht", Mimeo, Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM).
- Mishkin, Frederic. (2000) "De metas monetarias a metas de inflación: lecciones de los países industrializados" en *Estabilización y política monetaria: la experiencia internacional*, Banco de México.
- Mishkin, Frederic (2004) "The economics of money, banking and financial markets", Addison-Wesley Publishing, Boston.
- Perú (1993) "Constitución Política del Perú", Lima.
- Perú (1992) "Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú", Aprobado por Decreto Ley N° 26123, Lima.

Real Academia de la Lengua (2001) “Diccionario de la Lengua Española” 22da. Edición, Madrid.

Rivas G., Gonzalo (2004) “Políticas públicas e instituciones financieras de desarrollo: Experiencia de la CORFO” en *Estrategias, políticas y modalidades operativas de la banca de desarrollo en América Latina y Europa*, ALIDE.

Rodríguez, Pedro (2006) “ICO y el financiamiento a la PYME de España” en *Banca de desarrollo en América Latina: Enfoques y perspectivas*”, ALIDE.

Rossini, Renzo y Marco Vega (2007) “El mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de dolarización financiera: el caso del Perú entre 1996-2006”, en *Revista Estudios Económicos N° 14*, BCRP, Lima.

Soler, José y otros (1999) “Gestión de riesgos financieros: un enfoque práctico para países latinoamericanos”, BID, Washington.

Taylor, John (2000) “Uso de reglas de política monetaria en economías de mercado emergentes” en *Estabilización y política monetaria: la experiencia internacional*, Banco de México

Zenk, Guenter (2004) “Actividades de los bancos de desarrollo y las áreas prioritarias de actividad: Caso del Grupo KfW” en *Estrategias, políticas y modalidades operativas de la banca de desarrollo en América Latina y Europa*, ALIDE.