

Una evolución similar se observa en el traspaso de los cambios en la tasa de referencia sobre las tasas pasivas. Así por ejemplo, en el caso de los depósitos de ahorro, el efecto traspaso se ha incrementado de 0,25 puntos porcentuales a 0,46 puntos porcentuales. Lo mismo se verifica para el caso de los depósitos a plazo, con mayor claridad en el caso de los depósitos a plazo entre 180 a 360 días.

El cuadro también muestra la duración media del impacto, que indica en cuánto tiempo se registra el impacto máximo del cambio de la tasa de referencia en el resto de tasas. Así, en el caso de las tasas activas, éste se habría reducido para los préstamos a menos de 360 días a sólo dos meses, menos de la mitad del el estimado anterior.

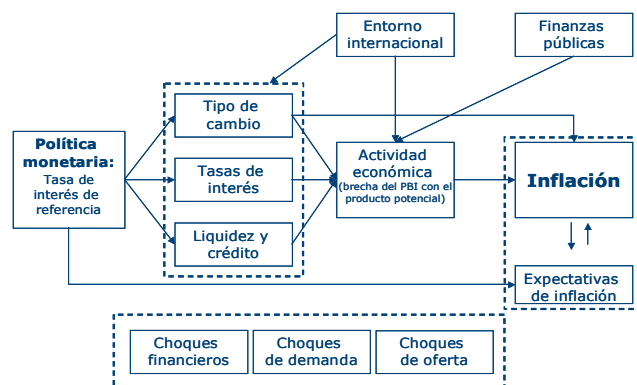
El mayor efecto traspaso estimado de la tasa de referencia es consistente con lo observado recientemente en la evolución de las tasas de interés del mercado financiero, principalmente en las tasas preferenciales corporativas a 90 días, que se han reducido casi lo mismo que la reducción en 350 puntos básicos de la tasa de referencia del mercado interbancario desde febrero de 2009. Ello es consistente con el coeficiente de traspaso en el caso de la tasa activa preferencial corporativa a 90 días, que es igual a 1, y por tanto predice un traspaso perfecto, con una duración media de impacto igual a 0,6 meses (ó 18 días).

**RECUADRO 4
MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Las acciones de política monetaria, reflejadas en los movimientos del nivel de referencia para la tasa de interés interbancaria, tienen impactos sobre la actividad económica y la inflación a través de diversos canales de transmisión. Así, la política monetaria afecta distintas variables y mercados a determinados plazos e intensidades.

El siguiente esquema ilustra el proceso de transmisión de la política monetaria en una economía pequeña, abierta y parcialmente dolarizada como la peruana:

ESQUEMA DE TRANSMISIÓN DE LAS ACCIONES DE POLÍTICA MONETARIA





Por ejemplo, una expansión monetaria, que se manifiesta en una disminución de la tasa de interés interbancaria, tiene efectos directos sobre las tasas de corto plazo del mercado y aumenta las expectativas de inflación de los agentes económicos, reduciendo las tasas de interés reales de operaciones a mayores plazos. Esto estimula un mayor gasto de consumo e inversión y aumenta la demanda agregada. Este mecanismo se denomina “canal de tasas de interés”.

Asimismo, la disminución de la tasa de interés produce presiones depreciatorias en el muy corto plazo, induciendo dos resultados: un aumento de precios de las importaciones y, a través del efecto sobre el tipo de cambio real, mayores exportaciones netas que conllevan a un aumento de la demanda agregada. Este mecanismo es conocido como “canal de tipo de cambio”. De otro lado, el efecto depreciatorio de corto plazo sobre el tipo de cambio induce una apreciación esperada a futuro, determinando una disminución de las tasas de interés reales en dólares que refuerzan el efecto del aumento de la demanda agregada.

Por otro lado, los efectos de este proceso de transmisión pueden ser amplificados por el denominado “canal crediticio”, es decir, una mayor oferta de créditos del sector bancario ante una política monetaria más expansiva.

Por último, el “canal de expectativas” vincula directamente la credibilidad del Banco Central a la toma de decisiones de los agentes económicos en la planificación del gasto, el cual es función de sus expectativas de inflación futura. Mientras las expectativas de inflación sean consistentes con la meta de inflación del Banco Central, la efectividad de la política monetaria para lograr la estabilidad de precios será mayor.

Política monetaria en contextos de riesgo

El manejo de la política monetaria y la transmisión de esta política a través de los distintos canales previamente explicados, está sujeto a coyunturas de riesgo. Estos escenarios aparecen como consecuencia de distintas fuentes de choques (por ejemplo, financieros) cuyo origen puede ser doméstico o, como en el caso de la reciente crisis financiera, externo. A continuación se explican las implicancias de algunos de estos contextos de riesgo sobre la transmisión monetaria, así como las acciones de política llevadas a cabo en respuesta a estos episodios.

• Alta volatilidad cambiaria

La excesiva volatilidad cambiaria causa, en economías parcialmente dolarizadas como la peruana, un efecto perjudicial. Esto debido a la vulnerabilidad del balance de los agentes económicos con pasivos dolarizados. Cuando se tiene un porcentaje importante de créditos en moneda extranjera, cuyos pagos están en función del tipo de cambio, los deudores netos experimentan alta variabilidad en el pago de sus obligaciones, teniendo un efecto perjudicial en su gasto. Debido a esto, la política monetaria puede ser menos efectiva para afectar el gasto y para el control de la inflación.

Ante episodios de elevada volatilidad cambiaria, el BCRP interviene en el mercado cambiario mediante la compra o venta de moneda extranjera y utiliza colocaciones de Certificados de Depósitos

Reajustables (CDR) con el objetivo de disminuir la volatilidad del tipo de cambio. Igualmente, la modificación de las tasas de encaje en moneda extranjera también puede coadyuvar al logro de este objetivo. Estas acciones permiten disminuir los perjuicios causados por la existencia de pasivos dolarizados y normalizan el funcionamiento de los mecanismos de transmisión monetaria.

• **Restricción de liquidez**

Con la crisis financiera internacional, se incrementó el riesgo de que una contracción crediticia a nivel mundial se reprodujera internamente en los mercados monetarios, de crédito y de capitales, en la forma de una contracción de financiamiento.

Por un lado, estos episodios de restricción de liquidez se traducen en un debilitamiento del canal de crédito al limitarse la disponibilidad de fondos prestables. Asimismo se produce un desfase entre la tasa de referencia del Banco Central y la tasa interbancaria que perjudica la transmisión monetaria a través del canal de tasas de interés. El efecto perjudicial sobre este canal también ocurre porque las tasas de mayores plazos se desvinculan de la evolución esperada de la tasa de referencia (es decir, se produce un empinamiento excesivo de la curva de rendimiento en el mercado monetario).

Ante este riesgo, las acciones de política monetaria del Banco Central se orientan a asegurar la liquidez necesaria para el normal funcionamiento del mercado monetario y de la cadena de pagos. Para esto, el BCRP cuenta con diferentes instrumentos: las Operaciones de Reporte y *Swaps* en moneda nacional y extranjera a distintos plazos, la recompra de Certificados de Depósitos (CD) y de CDR, y reducciones de las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera.

