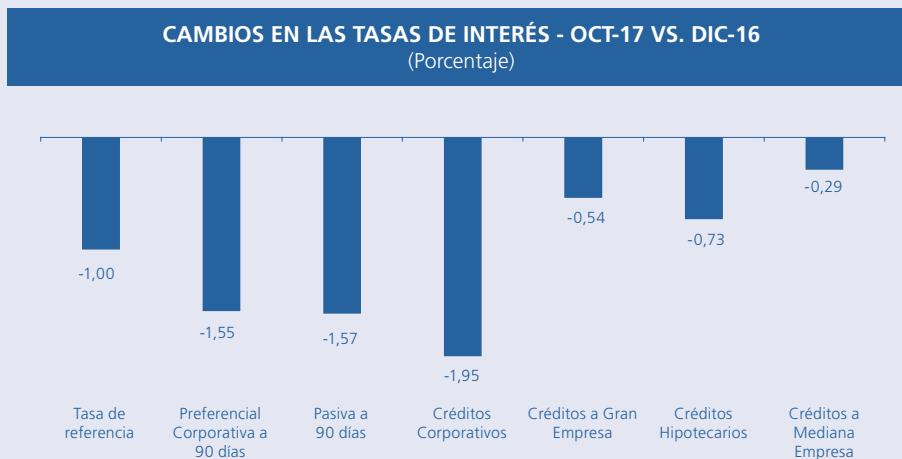


Recuadro 4
TRASPASO DE LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA A LAS TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA FINANCIERO

La transmisión de las acciones de política monetaria a las tasas de interés del sistema financiero es fundamental para una efectiva implementación de la política monetaria. Este recuadro reporta un actualización de la estimación del efecto traspaso de la tasa de política monetaria a las tasas del sistema financiero.

Este año el BCRP ha reducido su tasa de referencia en 100 puntos básicos, en un contexto de brecha del producto negativa, y tasa de inflación tendencial dentro del rango meta. Como primer indicador de la transmisión de la política monetaria, el gráfico siguiente muestra los cambios de las principales tasas de interés de préstamos de la banca para el mismo periodo. Se observa una marcada caída de las tasas de interés, en línea con la reducción de la tasa de referencia. Esta caída ha sido generalizada y se ha reflejado en menores tasas tanto para los créditos a empresas, como a familias, como es el caso de las tasas de interés de los créditos hipotecarios que en soles se han reducido en 73 puntos básicos.



Un segundo análisis utiliza un estudio de eventos, que toma en cuenta las quince últimas reducciones en la tasa de referencia entre el periodo comprendido entre setiembre de 2003 y noviembre de 2017 en una ventana de cinco días antes y después de una reducción en la tasa del BCRP. Se observa un efecto traspaso importante de las reducciones de la tasa de referencia a las tasas del sistema financiero. En particular, se puede destacar que los mercados secundarios de plazos más cortos (letras del tesoro de tres y seis meses) reaccionaron más que los mercados de plazos mayores a 1 año (bonos soberanos). Por otro lado, en el caso de las tasas activas y pasivas preferenciales a 90 días, la reducción ha sido superior en las tasas activas, como se observa en el siguiente cuadro.




EFFECTO SOBRE TASAS DEL MERCADO MONETARIO Y VALORES
 (En Puntos Básicos)

		Interbancaria	Letras del Tesoro 3M	Letras del Tesoro 6M	Bonos del Tesoro 12M	Bonos del Tesoro 24M	Bonos del Tesoro 10A	Activa Prime	Pasiva Prime
Feb. 09	▽ 25 Puntos Básicos	-51	16	11	5	-1	10	-27	-27
Mar. 09	▽ 25 Puntos Básicos	-22	-27	-25	-23	-21	-23	-19	-20
Abr. 09	▽ 100 Puntos Básicos	-40	-20	-20	-32	-23	-26	-103	-105
May. 09	▽ 100 Puntos Básicos	-80	-15	-19	-22	-16	23	-43	-32
Jun. 09	▽ 100 Puntos Básicos	-76	-60	-46	-28	-11	8	-59	-47
Jul. 09	▽ 100 Puntos Básicos	-81	-68	-50	-30	-17	-6	-66	-60
Ago. 09	▽ 75 Puntos Básicos	-64	-3	12	18	2	-10	-31	-33
Nov. 13	▽ 25 Puntos Básicos	-20	-2	-3	-4	-3	15	-31	-40
Jul. 14	▽ 25 Puntos Básicos	-28	-1	-2	-4	-9	-13	-26	-15
Set. 14	▽ 25 Puntos Básicos	-18	-1	-2	-3	-1	13	-22	-14
Ene. 15	▽ 25 Puntos Básicos	-21	-9	-11	-13	-15	-18	-32	-27
May. 17	▽ 25 Puntos Básicos	-24	-2	-2	-1	0	-4	-26	-9
Jul. 17	▽ 25 Puntos Básicos	-20	-3	-3	-4	2	-13	-10	-9
Set. 17	▽ 25 Puntos Básicos	-14	-11	-11	-10	-11	-12	-25	-27
Nov. 17	▽ 25 Puntos Básicos	-26	-17	-14	-8	-4	2	-14	-10

Finalmente, se estimó un modelo de vectores autorregresivos aumentado por factores (FAVAR) utilizando un conjunto amplio de tasas de interés del sistema financiero⁶. Esta metodología permite resumir la información de todas estas tasas en un reducido número de factores, identificando los factores que están detrás del comportamiento conjunto de las mismas. Este análisis permite aislar la transmisión de la política monetaria de otros factores que afecten el funcionamiento del propio sistema financiero, tales como variaciones en las políticas de otorgamiento de crédito por parte los bancos o alteraciones en el apetito por riesgo de los inversionistas.

Los resultados del análisis anterior se muestran en el siguiente cuadro, donde se aprecia un alto traspaso para las tasas de créditos con menor riesgo crediticio y de menor plazo. Esta heterogeneidad es explicada por particularidades asociadas a cada segmento del mercado crediticio. Por ejemplo, debido a que la tasa de referencia puede variar en el mediano plazo, las tasas de créditos a largo plazo no sólo consideran la tasa de política actual, sino también las expectativas relativas a las tasas de interés futuras. Cuando se trata de plazos largos, las expectativas de largo plazo o sobre la tasa de interés natural generarán menor efecto traspaso. Por otra parte, si se trata de instrumentos de plazos relativamente cortos, una reducción o incremento en la tasa puede señalar un ciclo de reducciones o aumentos de tasas futuras, afectando las tasas de hasta 18 meses en la misma dirección. Es por ello que se observan elasticidades superiores a uno. Finalmente, observamos una baja elasticidad en mercados relativamente ilíquidos o concentrados en pocos participantes, tales como los de Letras del Tesoro Público y en aquellos en los que la demanda no es sensible a la tasa de interés, tales como en los instrumentos de ahorro, en los que la relación del cliente con el banco o promociones generan una importante incidencia sobre las decisión de elección de los agentes.

6 Los factores se obtienen a partir de las tasas de interés. Asimismo, se incluyen variables macroeconómicas en el modelo VAR, tales como el crecimiento del PBI, inflación anual, expectativas de inflación, depreciación anual, la tasa de encaje y la tasa de interés interbancaria.

EFFECTO TRASPASO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA A LAS TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA FINANCIERO UN AÑO DESPUÉS^{1/}

CDBCRP 3 meses	1,11	Pequeña Empresa	1,05
CDBCRP 6 meses	1,11	Micro Empresa	1,84
CDBCRP 9 meses	1,24	Hipotecarios	0,22
CDBCRP 12 meses	1,26	TAMN	1,72
CDBCRP 18 meses	1,22	FTAMN	0,64
Letras del Tesoro Público 3 meses	0,58	Preferencial Corporativa a 90 días	1,05
Letras del Tesoro Público 9 meses	0,49	Ahorro menor a un año	0,13
Bonos del Tesoro Público 1 año	0,42	TIPMN	0,29
Bonos del Tesoro Público 2 años	0,44	FTIPMN	0,78
Corporativos	1,00	Pasiva a 1 mes	0,70
Gran Empresa	0,85	Pasiva a 2 meses	0,73
Mediana Empresa	0,88	Pasiva a 3 meses	0,73

1/ Choque a la tasa de interés interbancaria en un modelo FAVAR y utilizando datos de setiembre de 2010 a octubre de 2017. El efecto traspaso se calcula utilizando las funciones de impulso respuesta acumuladas del modelo FAVAR.

Los ejercicios aquí presentados demuestran que existe un impacto significativo y duradero de las acciones de política monetaria sobre el resto de tasas de interés del sistema financiero. Estos resultados nos permiten afirmar que los últimos recortes en la tasa de referencia, consistentes con el objetivo de preservar la estabilidad monetaria, han contribuido a la flexibilización de las condiciones monetarias y crediticias en el mercado financiero peruano.

