

**Recuadro 1**  
**EFFECTOS DE LAS TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES EN EL CRÉDITO INTERNO<sup>2</sup>**

En este recuadro se estima un índice de condiciones monetarias para Perú. Los resultados muestran que el aumento de las tasas de interés de la Fed, en un contexto en el que el BCRP mantiene una posición expansiva de política monetaria, no se han reflejado en condiciones crediticias más duras, sino que están induciendo a las empresas a sustituir crédito en dólares por crédito en soles, lo que reduce el impacto de las mayores tasas de interés internacionales en las condiciones crediticias domésticas. Este proceso de desdolarización del crédito, también hace más potente la transmisión de la política monetaria doméstica.

Como se observa en el siguiente gráfico, entre 2015 y 2016 se observó una significativa sustitución de crédito en dólares por soles, que redujo el ratio de dolarización del crédito de 38 a 30 por ciento. En esa oportunidad, la rápida sustitución del crédito en dólares por soles respondió, en parte, al impacto de las medidas de encaje adicional adoptadas por el BCRP con este objetivo. Una evolución similar, aunque de menor magnitud, se viene observado durante 2018, en respuesta al incremento del costo del crédito en dólares, relacionado con el incremento de la tasa de política monetaria de la Fed, el crédito en dólares se ha desacelerado entre diciembre 2017 y noviembre 2018 de 9,9 a 2,1 por ciento, mientras que el crédito en soles se aceleró de 5,3 a 10,6 por ciento.



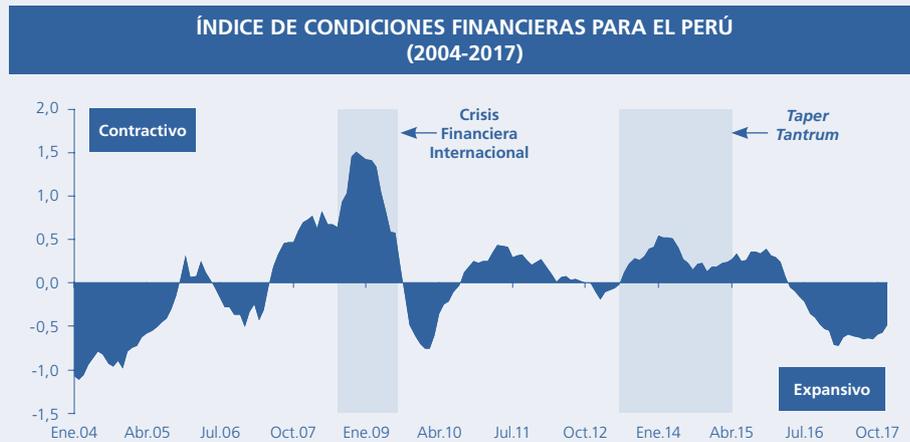
Para cuantificar el impacto conjunto de factores domésticos, como la posición de política monetaria del BCRP, y factores externos, como la posición de política monetaria de la Fed, se estima un índice de condiciones financieras para Perú.

2 Recuadro basado en el documento de trabajo “Estimación de un Índice de Condiciones Monetarias para el Perú” de Rafael Nivín y Fernando Pérez Forero.





Hatzius et al. (2010)<sup>3</sup> señala que un Índice de Condiciones Financieras (ICF) debe resumir la información contenida en distintas variables relacionada a la situación actual y futura del sistema financiero. Idealmente, debería medir choques financieros (cambios exógenos en las condiciones financieras), los cuales pueden afectar la evolución futura de la actividad económica y de la inflación. Este Índice estimado toma como punto de partida el capítulo 3 del *Global Financial Stability Report (GFSR)* de octubre de 2017 del Fondo Monetario Internacional, en donde se especifican las variables principales que se utilizan para obtener este ICF en el caso de economías avanzadas y otras economías emergentes, todo ello obtenido mediante la metodología propuesta por Koop y Korobilis (2014)<sup>4</sup>. En nuestro caso, debemos controlar también por variables financieras que capturen el efecto de la dolarización financiera.



**VARIABLES FINANCIERAS UTILIZADAS EN EL ICF**

Crédito total (TC Constante)	Índice bursátil BCRP
Crédito comercial	Capitalización bursátil/PBI
Crédito comercial/Activos	Crédito minería/PBI
Crédito consumo	Bonos/PBI BCRP
Crédito consumo/Activos	Crédito/PBI
Crédito hipotecario	Spread Credit Default Swaps
Crédito hipotecario/Activos	Spread Embig
Morosidad	Spread Tasa interbancaria-Referencia
Total Activos	Spread Tasa activa-Tasa pasiva
Precio de viviendas	Volatilidad BVL (GARCH)
Portafolio de AFP/PBI	Volatilidad Tipo de Cambio (GARCH)

Fuente: BCRP, SBS y Bloomberg.

3 Hatzius, Jan, Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, Kermit L. Schoenholtz, and Mark W. Watson, "Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis," NBER Working Papers 16150, National Bureau of Economic Research, Inc July 2010.

4 Koop, Gary and Dimitris Korobilis, "A new index of Financial conditions," European Economic Review, 2014, 71 (C), 101-116.

Los resultados de la estimación del índice de condiciones financieras para Perú, muestran que éstas se endurecieron durante los episodios de Crisis Financiera Internacional (2008-2009) y del *Tapering* (2013-2015), los cuales están asociados a una fuerte depreciación del sol, que en un contexto de dolarización financiera, elevan el costo del crédito en dólares. Por otro lado, en la actualidad la posición expansiva de la política monetaria medida a través de la reducción de la tasa de interés de referencia (de 4,25 por ciento en mayo de 2017 a 2,75 por ciento en marzo de 2018) y la reducción de los encajes en dólares (de 70 por ciento en diciembre de 2016 a 35 por ciento en junio de 2018) han contribuido a flexibilizar las condiciones financieras domésticas, que se ha reflejado en una recuperación de la demanda por crédito en particular del crédito en soles, a pesar del incremento de las tasas de interés internacional.

Como se mencionó previamente, esto refleja en parte, la sustitución de crédito en dólares por crédito en soles, cambio de portafolio que es mucho más notorio en segmentos tales como pequeña y microempresa (PYMES) y mediana empresa.

#### FLUJO DE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO

Segmento	2016		2017		2018*	
	Millones (S/)	Millones (US\$)	Millones (S/)	Millones (US\$)	Millones (S/)	Millones (US\$)
PYMES	221	-125	198	-38	285	-46
Medianas	2 471	-567	459	-224	754	-137
Grandes	-884	261	-1 417	959	653	318
Corporativas	1 129	846	-332	1 865	3 127	351
<b>Total</b>	<b>2 937</b>	<b>415</b>	<b>-1 091</b>	<b>2 562</b>	<b>4 819</b>	<b>486</b>

\* Al mes de Setiembre.  
Fuente: RCC.

En el caso de los sectores corporativo y gran empresa, dicha sustitución se observa con mayor intensidad en el año 2018, lo que se ha reflejado en una mayor necesidad de fondeo en soles por parte de la banca y el resto de sociedades de depósito, que han presionado al alza las tasas preferenciales en soles. Ante ello, el BCRP ha provisto de soles a la banca mediante las operaciones de inyección de soles (REPO), tanto de valores como de monedas, así como también a través de las subastas de depósitos del Tesoro Público en la banca.

A manera de conclusión, las acciones de flexibilización de la política monetaria, tanto mediante la tasa de interés, como con las reducciones de encaje, están contribuyendo a mantener condiciones monetarias flexibles, que favorecen un mayor crecimiento del crédito en soles, y con ello, una menor vulnerabilidad del sistema financiero a la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

