



Recuadro 5 LIQUIDEZ Y TASAS DE INTERÉS: EXPLORANDO LA RELACIÓN

En este recuadro se explora la relación entre la liquidez antes de operaciones³⁷ y las tasas de interés bancarias preferenciales corporativas. Se define la liquidez antes de operaciones como el saldo agregado de la cuenta corriente en el ente emisor de las entidades participantes en el mercado interbancario al inicio de la jornada. Es decir, es la cuenta corriente antes de las operaciones con el BCRP una vez considerados los vencimientos netos de instrumentos de inyección y esterilización del día, y el efecto de otros factores exógenos, tales como los movimientos de cuentas del sector público en el BCRP³⁸.

La disponibilidad de fondos líquidos del sistema bancario influye en las tasas de interés a través de una prima de liquidez. En entornos de elevada (reducida) liquidez, la abundancia (escasez) de activos disminuye (incrementa) su valor, incidiendo en menores (mayores) tasas. El caso peruano muestra evidencia a favor de esta relación: entornos de elevada (reducida) liquidez tienden a coincidir con reducciones (incrementos) en las tasas de interés preferenciales corporativas, así como en sus spreads respecto a una tasa libre de riesgo de similar plazo, como los rendimientos de Certificados de Depósitos del BCRP.

Implementación de la política monetaria y liquidez de las empresas bancarias

En el marco del esquema de metas explícitas de inflación, la meta operativa de política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es la tasa de interés interbancaria *overnight* (TIBO)³⁹. Con el objetivo de implementar su meta operativa, el BCRP realiza operaciones monetarias de esterilización e inyección para inducir que la TIBO se sitúe en el nivel de la tasa de interés de referencia. Así, el manejo de liquidez del BCRP contribuye a equilibrar la demanda y oferta del mercado interbancario en un nivel consistente con la tasa de interés de referencia.

La evidencia sugiere que la liquidez antes de operaciones influye en la dinámica del mercado interbancario. En entornos de elevada liquidez, se tiende a observar contracciones en el volumen de negociación⁴⁰ y una curva de demanda menos elástica⁴¹ por fondos de préstamos interbancarios. Por otro lado, la variable influiría sobre las tasas de interés bancarias y las condiciones financieras de la economía a través de su efecto en las primas de liquidez⁴². En este recuadro, el análisis se concentra en el segundo punto.

37 En la literatura, la liquidez antes de operaciones también es conocida como liquidez estructural. Véase, por ejemplo, Bjørlo, M & Hagen, M. (2024). "Structural liquidity: What has driven the historical development and what might occur in the years ahead?" Norges Bank, Staff Memo 2/2024.

38 Bjørlo, M & Hagen, M. (2024): "Structural liquidity: What has driven the historical development and what might occur in the years ahead?" Norges Bank, Staff Memo 2/2024.

39 La TIBO se define como la tasa interés promedio ponderada de los préstamos no colateralizados realizados entre empresas bancarias privadas en moneda nacional al plazo de un día hábil, excluyendo valores extremos para velar por la representatividad del indicador.

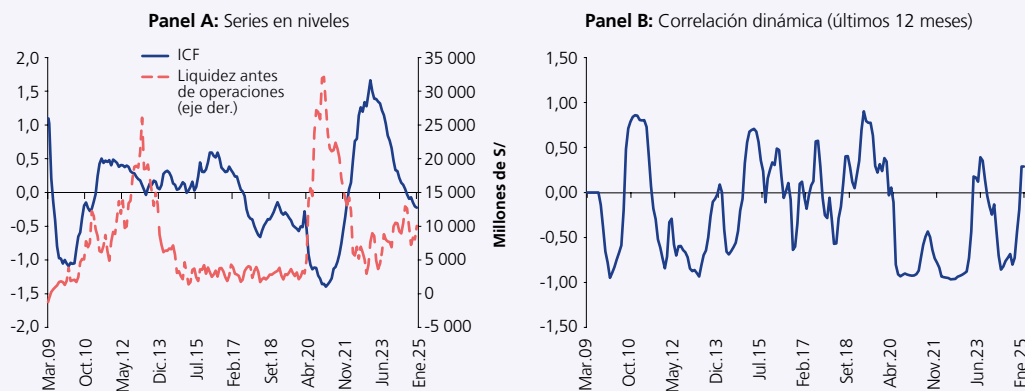
40 Abanto, F. & Butrón, N. (2024). Evolución reciente de liquidez estructural de las empresas bancarias. Revista Moneda N°198.

41 Afonso, G., Giannone, D., Gabriele La Spada, & Williams, J. (2024). Scarce, Abundant, or Ample? A Time-Varying Model of the Reserve Demand Curve, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.

42 Bianchi, J. & Bigio, S. (2022). Banks, Liquidity Management and Monetary Policy. *Econometrica*, 90(1), 391-454.

A continuación, se observa la evolución del índice de condiciones financieras (ICF) en moneda nacional⁴³ y la liquidez antes de operaciones. Conceptualmente, a mayor liquidez disponible, se espera observar una flexibilización de las condiciones financieras⁴⁴. En el periodo entre setiembre de 2008 y enero de 2025, las variables registran un coeficiente de correlación de -0,33. Al analizar subperiodos móviles de 12 meses, se observa que las variables registraron una relación negativa en la mayor parte de la muestra (63 por ciento). Esta relación se manifestó con mayor intensidad durante los periodos entre enero y diciembre de 2009 (-0,95), y entre mayo de 2021 y julio de 2022 (-0,97).

ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS EN MONEDA NACIONAL Y LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES



Fuente: BCRP.

Así, periodos de incrementos en la liquidez antes de operaciones tienden a coincidir con flexibilizaciones en las condiciones financieras de la economía. La transmisión de variaciones en la liquidez hacia las condiciones financieras ocurriría principalmente a través de su efecto sobre las primas de liquidez. Para explorar este mecanismo, a continuación, se analiza la relación entre la liquidez antes de operaciones, las tasas de interés preferenciales corporativas y sus spreads respecto a los rendimientos de Certificados de Depósitos del BCRP (CD BCRP) de similar plazo.

Liquidez antes de operaciones y tasas de interés bancarias

De acuerdo con la literatura, la disponibilidad de fondos líquidos de las empresas bancarias influye en las tasas de interés que ofertan a sus clientes a través de una prima de liquidez. En entornos de elevada (reducida) liquidez, la escasez relativa del recurso disminuye (incrementa) su valor. Así, a mayor (menor) disponibilidad de liquidez, es esperable observar una reducción (incremento) en esta prima y en las tasas de interés bancarias.

43 Para consultar el detalle metodológico, véase: Pérez Forero (2024). New Indicators for Measuring Financial Conditions in a Financially Dollarized Economy. Documento de Trabajo N° 2024-012. Banco Central de Reserva del Perú.

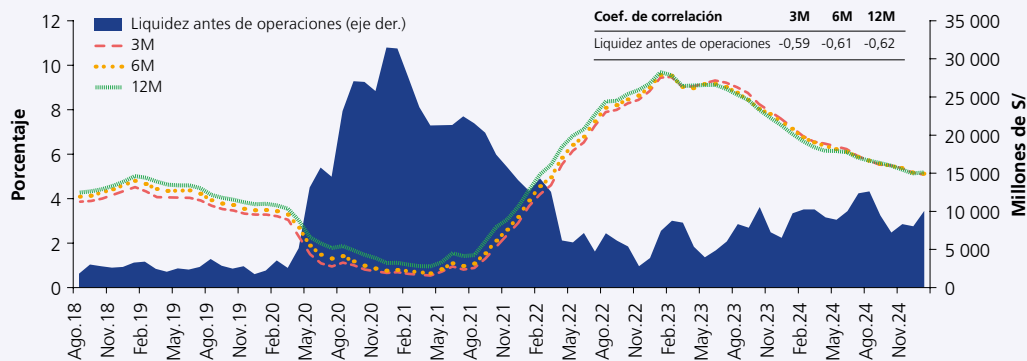
44 Una flexibilización de las condiciones financieras se refleja en una contracción del índice. Un endurecimiento, por el contrario, se refleja en un incremento del índice.



En el periodo entre agosto de 2018 y enero de 2025, se observa esta relación negativa entre la liquidez antes de operaciones y las tasas de interés preferenciales corporativas activas y pasivas. En periodos de elevada liquidez, las tasas de interés tienden a reducirse; mientras que, en periodos de reducida liquidez, estas tienden a incrementarse. Así, para operaciones a plazos entre 3 y 12 meses, las variables registran coeficientes de correlación en un rango entre -0,64 y -0,59.

LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES Y TASA DE INTERÉS PREFERENCIAL CORPORATIVA ACTIVA

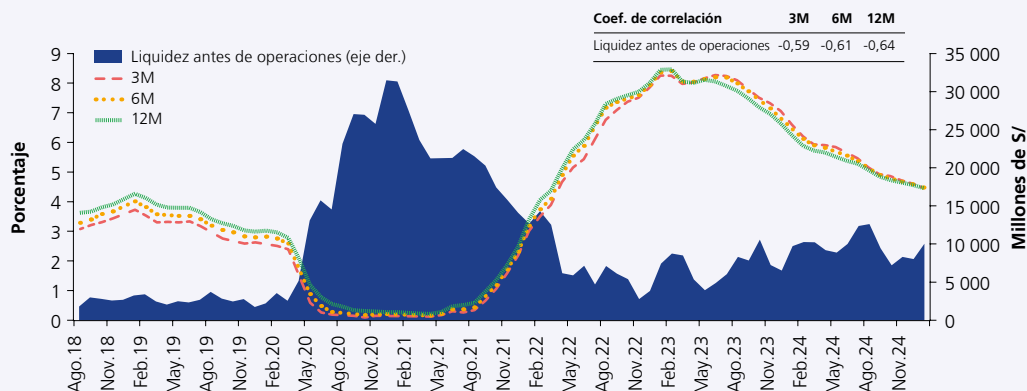
(Plazos entre 3 y 12 meses)



Fuente: BCRP.

LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES Y TASA DE INTERÉS PREFERENCIAL CORPORATIVA PASIVA

(Plazos entre 3 y 12 meses)



Fuente: BCRP.

La relación negativa entre la liquidez antes de operaciones y las tasas de interés preferenciales corporativas puede ser influenciada por otros factores, como el nivel y las expectativas de la tasa de interés de referencia o la evolución de las primas por riesgo. A continuación, con el objetivo de aislar la relación entre las variables de interés, se analiza el comportamiento de los *spreads* de las tasas de interés preferenciales corporativas respecto a una tasa libre de riesgo de similar plazo, como los rendimientos de CD BCRP de similar plazo⁴⁵.

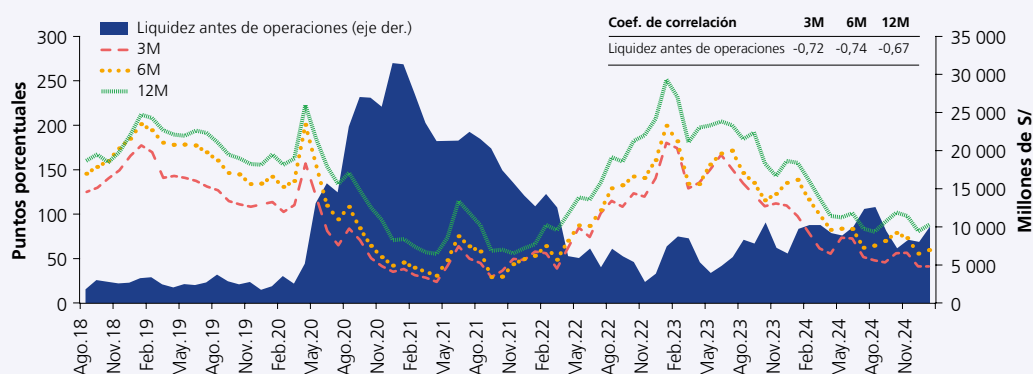
De manera similar, en el periodo entre agosto de 2018 y enero de 2025, se observa una relación negativa entre la liquidez y los *spreads*. Así, en periodos de elevada liquidez, las tasas de interés

45 Al incorporar información de los rendimientos de CD BCRP de similar plazo, se busca controlar por el nivel y las expectativas de la tasa de interés de referencia, así como por la existencia de primas por plazo. Adicionalmente, al utilizar tasas de interés preferenciales, otorgadas a los clientes corporativos de mayor calificación crediticia, se busca minimizar la incidencia de la evolución de las primas por riesgo.

preferenciales activas y pasivas tienden a reducirse en mayor magnitud que los rendimientos de los CD BCRP de similar plazo. En periodos de reducida liquidez, por el contrario, estas tasas tienden a incrementarse en mayor magnitud que los rendimientos de CD BCRP. Para operaciones a plazos entre 3 y 12 meses, las variables registran coeficientes de correlación en un rango entre -0,74 y -0,67. De esa manera, se observa que la relación negativa persiste al incorporar información sobre el rendimiento de activos libres de riesgo que interiorizan las expectativas sobre la tasa de interés de referencia.

LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES Y SPREADS ENTRE LA TASA DE INTERÉS PREFERENCIAL CORPORATIVA ACTIVA Y EL RENDIMIENTO DE LOS CD BCRP

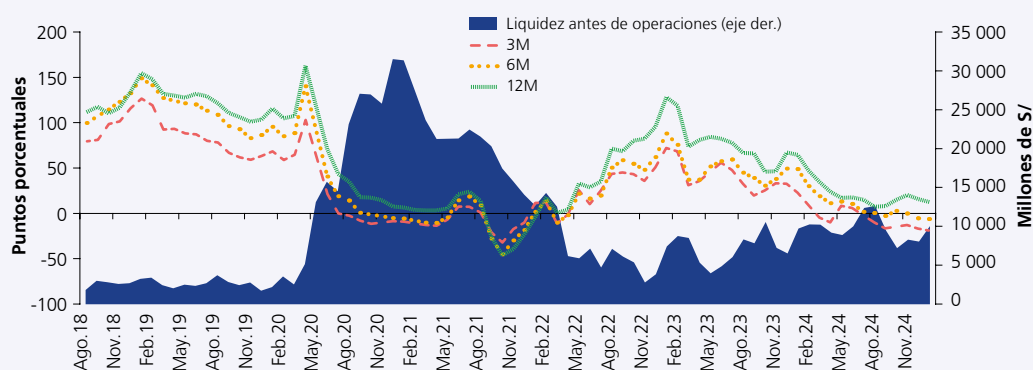
(Plazos entre 3 y 12 meses)



Fuente: BCRP.

LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES Y SPREADS ENTRE LA TASA DE INTERÉS PREFERENCIAL CORPORATIVA PASIVA Y EL RENDIMIENTO DE LOS CD BCRP

(Plazos entre 3 y 12 meses)



Fuente: BCRP.

Para cuantificar la magnitud de la relación, a continuación, se estima la reacción de los *spreads* ante un incremento en las variaciones de la liquidez antes de operaciones. Para ello, se estiman funciones impulso respuesta mediante *Local Projections*⁴⁶, con un esquema de identificación análogo a la descomposición de Cholesky en la literatura de Vectores Autorregresivos (VAR)⁴⁷.

Las estimaciones refuerzan la relación observada previamente: incrementos de la liquidez se asocian con reducciones significativas y persistentes en los *spreads* entre las tasas de interés preferenciales y los

46 Jordà, Ò. (2005). Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections. *American Economic Review*, 95(1), 161-182.

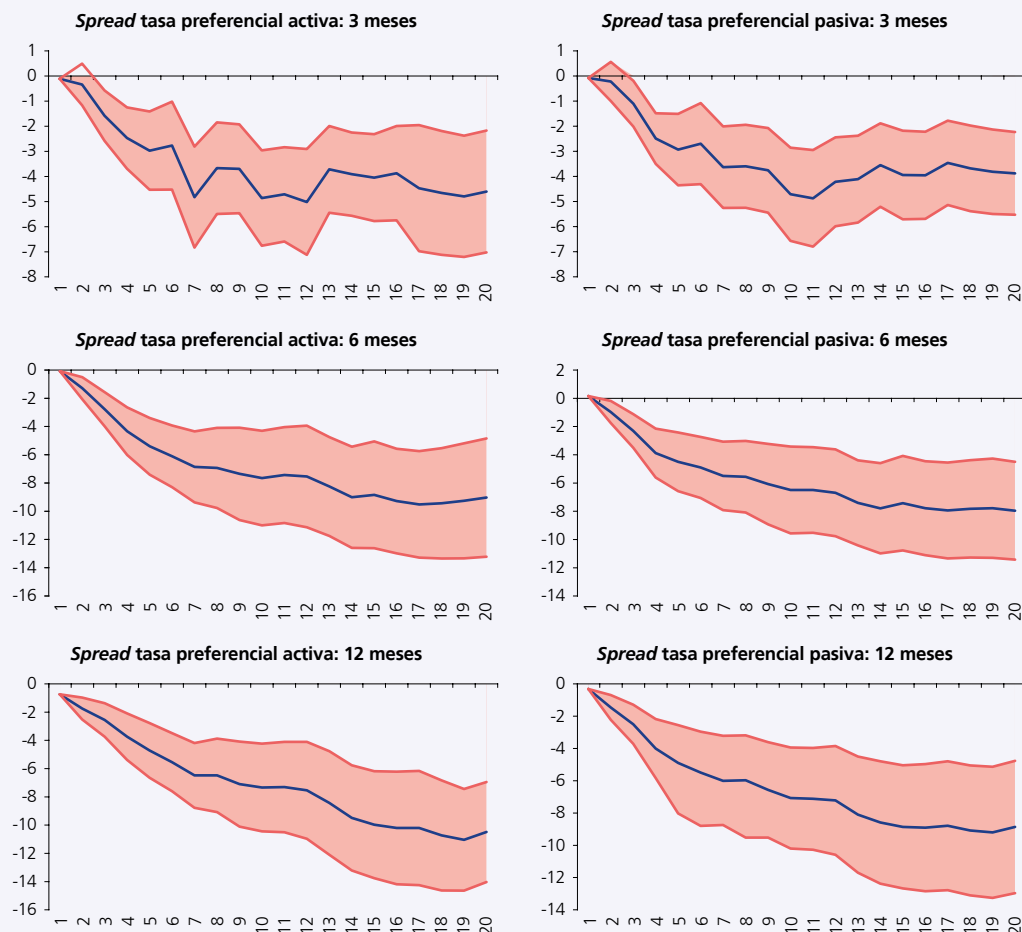
47 Jordà, Ò. (2023). Local Projections for Applied Economics. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series.



rendimientos de los CD BCRP de similar plazo. Tras un incremento temporal de 1 desviación estándar en la variación de la liquidez⁴⁸, se registran contracciones máximas en un rango entre 5 y 11 puntos básicos en los *spreads*. Los efectos del choque tienden a intensificarse y persistir en el tiempo, alcanzando su máxima incidencia en un periodo entre 10 y 19 semanas tras el incremento inicial en la liquidez.

REACCIÓN DE LOS *SPREADS* ANTE UN CHOQUE EXÓGENO A LA LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES

(Plazos entre 3 y 12 meses)



Notas:

- Se asume la ocurrencia de un choque exógeno temporal, con magnitud de 1 desviación estándar.
- En la estimación, la liquidez antes de operaciones se define como el promedio móvil de la cuenta corriente agregada de las entidades bancarias previo a las operaciones monetarias del BCRP durante los últimos 20 días hábiles.
- Para asegurar la estacionariedad de las variables y una correcta especificación del modelo, la medida de liquidez es introducida en primeras diferencias.
- El eje horizontal se mide en semanas y el eje vertical en puntos básicos.
- Intervalos de confianza al 95 por ciento.
- Al plazo de 3 meses, la estimación se realiza con datos en frecuencia semanal para el periodo entre setiembre de 2008 y enero de 2025. A los plazos de 6 y 12 meses, la estimación se realiza con datos en frecuencia semanal para los periodos entre enero de 2018 y enero de 2025, y entre agosto de 2018 y enero de 2025, respectivamente.

Como conclusión, el análisis muestra que en periodos de elevada (reducida) liquidez, se tienden a observar menores (mayores) tasas de interés preferenciales corporativas, así como menores (mayores) *spreads* respecto al rendimiento de activos libres de riesgo, como los CD BCRP de similar plazo. Esta relación negativa refuerza la relevancia del manejo de liquidez que realiza el BCRP. Así, se observa que el manejo de liquidez sería relevante para fortalecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia las condiciones financieras de la economía.

48 Para efectos de este análisis, la medida de liquidez antes de operaciones utilizada es una media móvil de los últimos 20 días hábiles. Dada su potencial no estacionariedad, la variable es introducida en el modelo en primeras diferencias.