

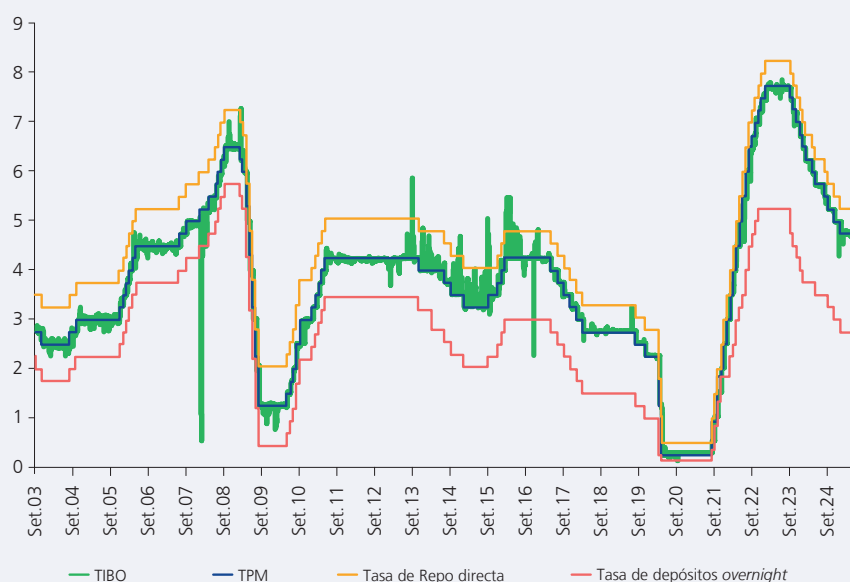
Recuadro 4 TRANSMISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA: HECHOS ESTILIZADOS

Este recuadro tiene como objetivo ilustrar la transmisión de la política monetaria hacia las tasas de interés activas del sistema financiero peruano. Para ello, se analiza la relación entre las decisiones de política monetaria y la evolución de las tasas de interés de créditos a los principales segmentos empresariales del sistema financiero. En este contexto, se identifican ciclos de incrementos y reducciones de la tasa de política monetaria, y se estudia la evolución del resto de las tasas de interés durante estos periodos. Finalmente, se formaliza la medición del efecto traspaso a través de un modelo econométrico.

Traspaso de la tasa de interés de política monetaria

Con el objetivo de cumplir con su mandato constitucional de estabilidad monetaria, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) decide el nivel de la tasa de interés de política monetaria (TPM) cada mes. En línea con su meta operativa en la implementación de la política monetaria, el ente emisor vela por estabilizar la tasa de interés interbancaria *overnight* (TIBO)²⁸ en el nivel de la TPM.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA, TIBO Y CORREDOR DE TASAS DE INTERÉS (en porcentaje)



La TIBO define la tasa de interés a la que las empresas bancarias pueden acceder a financiamiento y otorgar créditos de corto plazo. Así, al influir sobre la estructura de costos de las empresas bancarias y las condiciones del mercado de préstamos interbancarios, las decisiones de política monetaria se transmiten al resto del sistema financiero.

En general, los cambios en la tasa de interés de referencia se transmiten a la tasa interbancaria y, posteriormente, al resto de tasas del sistema financiero. En este marco, el efecto traspaso de la TPM mide cómo una variación en la tasa de referencia se refleja en las tasas de interés del sistema. Por ejemplo, durante el ciclo de alzas de tasa de interés registrado entre julio de 2021 y enero de 2023, la tasa de referencia se elevó en 7,5 puntos porcentuales, impacto que se trasladó a la mayoría de las tasas de interés crediticias, especialmente a las preferenciales corporativas y a los créditos con menor riesgo. De igual forma, desde agosto de 2023 las reducciones de la tasa de referencia vienen reflejándose en las tasas del mercado.

28 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. Véase BCRP (2023) para el detalle metodológico de su cálculo. La TIBO se determina de acuerdo con las condiciones de oferta y demanda en el mercado de préstamos interbancarios, espacio donde las empresas bancarias intercambian reservas líquidas en la forma de préstamos a plazo de un día hábil.

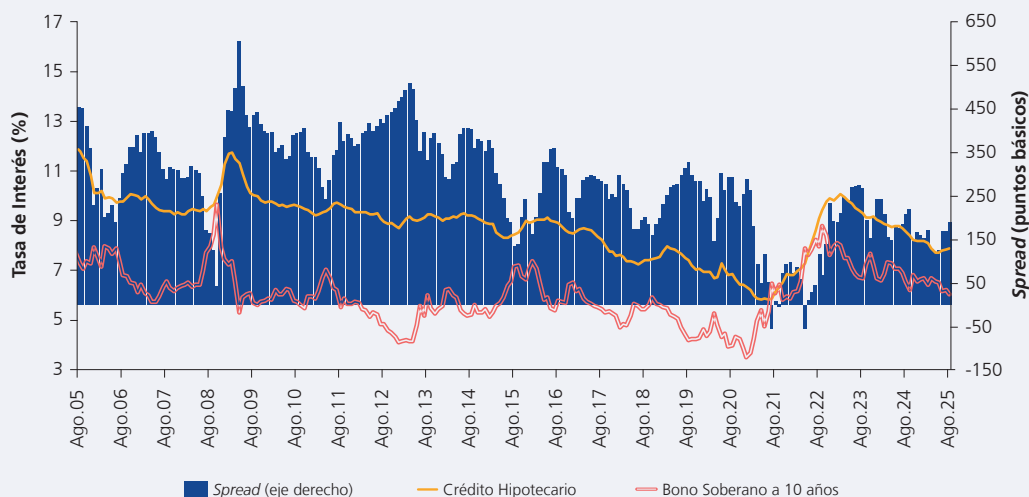


Este traspaso no es homogéneo, sino que varía según el segmento, producto o línea de negocio. Choy et al. (2015) encuentran que las tasas de crédito a las pequeñas y microempresas, así como las tasas de consumo, están determinadas principalmente por los costos operativos y el riesgo crediticio. A diferencia del segmento empresarial mayorista, donde el costo de fondeo es más relevante, en el segmento empresarial minorista y de consumo, los costos operativos y el riesgo de crédito tienen un mayor peso. Esto se debe a que los clientes suelen ser más informales, cuentan con un historial crediticio limitado y los préstamos son de menor monto. En consecuencia, estas tasas responden en mayor medida a otros factores distintos a la política monetaria y específicos de cada línea de negocio.

En el caso de las tasas hipotecarias, estas se encuentran influenciadas en mayor medida por las tasas de interés de largo plazo, dado que se trata de créditos de larga duración. En este sentido, un determinante clave es la tasa de los bonos soberanos a 10 años, ya que sirve como referencia para el mercado al reflejar las expectativas de inflación, riesgo soberano y condiciones macroeconómicas de largo plazo, además de influir directamente en el costo de fondeo de las entidades financieras. Como se observa en el gráfico, las tasas de los créditos hipotecarios siguen la evolución de la tasa del bono soberano a 10 años, con una correlación de 0,5 en los últimos 20 años.

TASA DE CRÉDITO HIPOTECARIO Y BONO SOBERANO A 10 AÑOS

(En porcentaje)

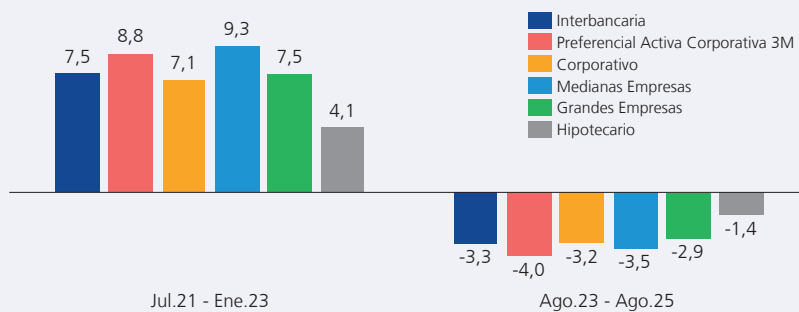


Fuente: SBS y Bloomberg. Información al cierre de agosto.

En última instancia, los cambios producidos en las tasas de interés influyen en las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos, como empresas y hogares, con el objetivo de mantener la inflación dentro del rango meta. Por ello, se considera que el efecto traspaso constituye un componente fundamental en la transmisión de la política monetaria y provee una referencia sobre su efectividad para influenciar las condiciones macroeconómicas del país.

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA Y LAS TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA FINANCIERO

(En porcentaje)



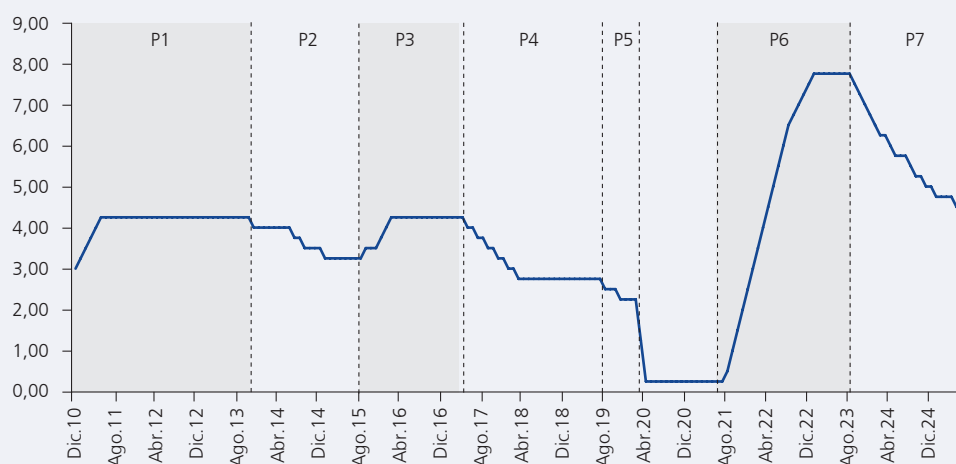
Fuente: SBS y BCRP. Información al cierre de agosto.

Estudios previos sobre el efecto traspaso de la TPM en Perú muestran una elevada efectividad de la transmisión de la política monetaria hacia el resto de las tasas de interés del sistema financiero (Pérez Forero, 2021). En lo referente a las tasas activas, se observa que la transmisión de decisiones de política monetaria hacia las tasas de interés crediticias otorgadas a segmentos de bajo riesgo crediticio tiende a ser completo. Es decir, la evolución de estas tasas de interés sigue en una proporción 1:1 los cambios en la TPM. Por el lado de las tasas de interés de depósitos, se observa un traspaso más reducido (Lahura, 2017; Alvarado, 2023). En general, la evidencia internacional respalda estos hechos estilizados (de Bondt, 2005; Apergis & Cooray, 2015; Holmes et al., 2015; Li et al., 2021; Gregor et al., 2021; Martínez et al., 2022). En la siguiente sección, el recuadro analiza las características de la transmisión de decisiones de política monetaria hacia las tasas de interés activas del sistema financiero en Perú.

Evolución de las tasas de interés activas durante ciclos de política monetaria

A continuación, se provee un análisis descriptivo de la evolución de la transmisión de la política monetaria a las tasas de interés activas del sistema financiero durante los ciclos de incrementos y reducciones de la TPM registrados durante el periodo entre los años 2010 y 2025. Por un lado, los ciclos de incrementos se definen como aquellos periodos en los que el BCRP realizó al menos un incremento de la TPM y en los que no se registraron reducciones. Por otro lado, los ciclos de reducciones se definen como aquellos periodos en los que el BCRP realizó al menos una reducción de la TPM y en los que no se registraron incrementos. Como se observa en el siguiente gráfico, se identifican 3 ciclos de incrementos y 4 ciclos de reducciones de la tasa de referencia durante el periodo de análisis.

PERIODOS DE ANÁLISIS: INCREMENTOS Y REDUCCIONES DE LA TPM (2010-2025)^{1/}



1/ Se excluye el periodo comprendido entre marzo de 2020 y junio de 2021, debido a las distorsiones en la relación del efecto traspaso que pudo traer consigo la pandemia del Covid-19 y la implementación de políticas complementarias de provisión de liquidez a largo plazo.

Para cada ciclo de incremento y reducción, se presenta una métrica simple de la transmisión de la política monetaria (β) a las tasas de interés de los siguientes segmentos crediticios, caracterizados por un bajo riesgo: Preferencial, Corporativo, Gran Empresa, Mediana Empresa e Hipotecario²⁹. La métrica utilizada consiste en el cambio acumulado de la tasa de interés estudiada ($R_T - R_O$) como proporción del cambio acumulado de la TPM ($TPM_T - TPM_O$) al término de un ciclo de política monetaria.

$$\beta = \frac{R_T - R_O}{TPM_T - TPM_O}$$

29 Mediante la resolución N°2368-2023, publicada el 14 de julio de 2023, la SBS modificó las definiciones de los segmentos de los créditos a empresas, las cuales entraron en vigor desde octubre de 2024. Hasta setiembre, el segmento corporativo incluía a las firmas con ventas superiores a S/ 200 millones en los últimos dos años; el segmento grandes empresas, a aquellas con ventas entre S/ 20 y S/ 200 millones o emisoras en el mercado de capitales; y el segmento de medianas empresas, a aquellas con deudas mayores a S/ 300 mil en los últimos seis meses que no calificaban como grande ni corporativa.

Actualmente, el segmento corporativo mantiene el umbral de S/ 200 millones y califican también aquellas que lo cumplan en el último año, en caso de haber iniciado operaciones recientemente. El segmento de grandes empresas se define como aquellas con ventas mayores a S/ 20 millones que no sean corporativas, y el de medianas empresas como aquellas con ventas superiores a S/ 5 millones que no califican en las categorías anteriores.

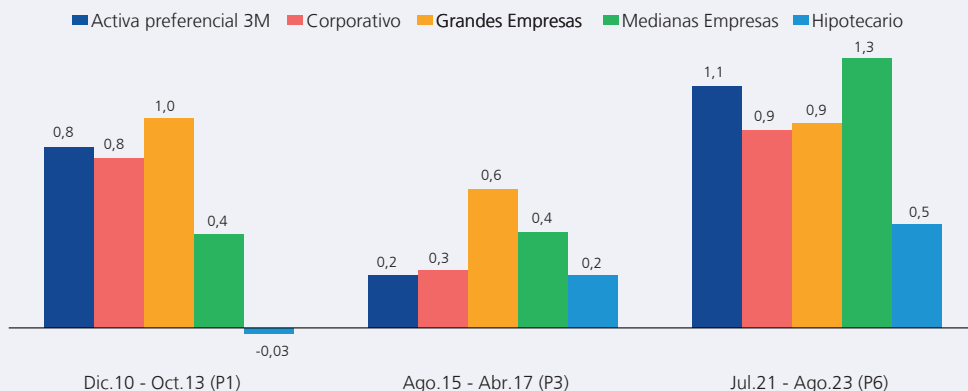


Ciclos de incrementos

Entre los años 2010 y 2025, se registran ciclos de incrementos durante los siguientes tres periodos: dic.2010-oct.2013, ago.2015-abr.2017 y jul.2021-ago.2023. El siguiente gráfico muestra la evolución de la transmisión de las decisiones de política monetaria durante cada episodio.

EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS ACTIVAS DURANTE CICLOS DE INCREMENTOS^{1/}

(En proporción)



1/ Se toma el efecto traspaso en la penúltima fecha del periodo, con la finalidad de evitar que la última observación esté sesgada por la anticipación de un cambio en la política monetaria.
Fuente: SBS y BCRP.

Durante el primer episodio, entre diciembre de 2010 y octubre de 2013, la métrica se ubicó en un rango entre 0 y 1,0, mostrando un mayor grado de transmisión en el segmento de grandes empresas, donde los incrementos en la TPM se trasladaron por completo (100 por ciento). Por otro lado, la variación acumulada de las tasas corporativas y preferenciales alcanzaron un 80 por ciento de la variación de la TPM. En contraste, el segmento de medianas empresas registró una transmisión más baja (0,4), evidenciando una respuesta más limitada. En el caso de la tasa hipotecaria, esta se redujo durante el periodo de análisis, en línea con la caída de la tasa de rendimiento del bono soberano a 10 años durante el periodo. En comparación con los otros episodios, este ciclo está caracterizado por una mayor heterogeneidad del traspaso entre segmentos.

Durante el segundo episodio, entre agosto de 2015 y abril de 2017, la transmisión fue más débil e incompleta, con el ratio en un rango entre 0,2 y 0,6. La mayor variación acumulada de las tasas se observó en el crédito a grandes empresas, mientras que los segmentos de medianas empresas y corporativo mostraron un ratio de 0,4 y 0,3, respectivamente. En el caso de la tasa preferencial a 3 meses y la tasa hipotecaria, la transmisión fue más baja (20 por ciento).

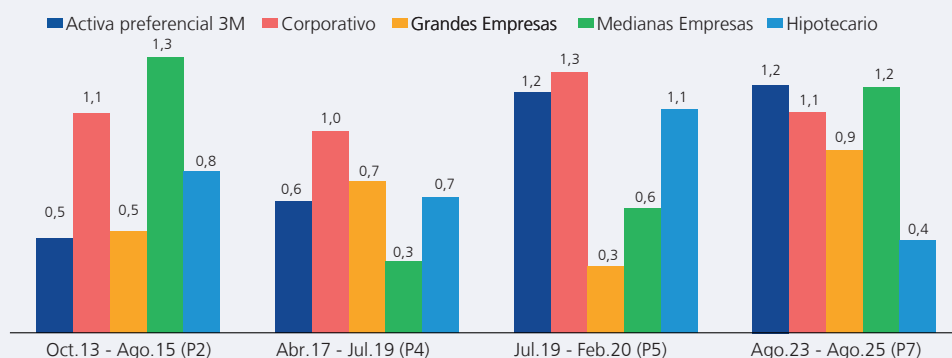
Durante el tercer episodio, entre julio de 2021 y agosto de 2023, el traspaso resultó más elevado y completo en comparación con los ciclos anteriores. En agregado, la métrica se ubicó en un rango entre 0,5 y 1,3. Por segmentos, las medianas empresas registraron el mayor encarecimiento relativo del crédito, con un incremento equivalente a 1,3 puntos porcentuales por cada punto de incremento en la TPM. En el caso de la tasa preferencial, el ratio fue de alrededor de 1,1, mientras que para el segmento corporativo y de grandes empresas se estimó en aproximadamente 0,9, lo que refleja condiciones relativamente similares entre estos grupos. Por su lado, la tasa hipotecaria registró, en promedio, un incremento de 0,5 puntos porcentuales ante el aumento de un punto porcentual de la TPM.

Ciclos de reducciones

Entre los años 2010 y 2025, se registran ciclos de reducción de la TPM durante los siguientes cuatro periodos: oct.2013-ago.2015, abr.2017-jul.2019, ago.2019-feb.2020 y set.2023-jul.2025. El siguiente gráfico muestra la evolución del efecto traspaso durante cada episodio:

EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS ACTIVAS DURANTE CICLOS DE REDUCCIONES^{1/}

(En porcentaje)



^{1/} Se toma el efecto traspaso en la penúltima fecha del periodo, con la finalidad de evitar que la última observación esté sesgada por la anticipación de un cambio en la política monetaria.

Fuente: SBS y BCRP.

Durante el primer episodio, entre octubre de 2013 y agosto de 2015, la métrica se ubicó entre 0,5 y 1,3, con una marcada heterogeneidad entre segmentos de crédito. Los segmentos de medianas empresas y corporativo registraron coeficientes superiores a uno (1,3 y 1,1, respectivamente), lo que indica que sus tasas respondieron de manera más que proporcional a las reducciones de la TPM. En contraste, la tasa hipotecaria registró un ratio de 0,8; mientras que la tasa preferencial y las grandes empresas mostraron la menor variación acumulada con respecto a la variación de la TPM (50 por ciento).

Entre abril de 2017 y julio de 2019, el ratio se ubicó en un rango de 0,3 a 1,0. El sector corporativo alcanzó la mayor transmisión (1,0), seguido por las grandes empresas y el sector hipotecario, con una transmisión del 70 por ciento. Las tasas preferenciales mostraron un incremento de 0,6 puntos porcentuales ante incrementos de un punto de la TPM; mientras que la respuesta más reducida se observó en las medianas empresas, donde la métrica fue de 0,3.

Entre julio de 2019 y febrero de 2020, se registró una mayor variación acumulada con respecto al cambio en la TPM en las tasas preferenciales, del sector corporativo e hipotecario, con coeficientes de 1,2, 1,3 y 1,1, respectivamente. En cambio, la transmisión fue incompleta en las medianas empresas (60 por ciento) y aún más reducido en las grandes empresas (30 por ciento).

Durante el cuarto episodio, entre agosto de 2023 y agosto de 2025, el traspaso fue, en promedio, más alto que en los episodios anteriores. En la mayoría de los segmentos (preferencial, corporativo y medianas empresas) se observa un traspaso completo y homogéneo, con métricas en un rango entre 1,1 y 1,2. Los mayores valores correspondieron a la tasa activa preferencial y a las medianas empresas (1,2), y el sector corporativo registró un efecto mayor que proporcional (1,1), en el contexto del ciclo de normalización de la tasa de interés de referencia. Las grandes empresas mostraron una transmisión del 90 por ciento y el sector hipotecario, de 40 por ciento.

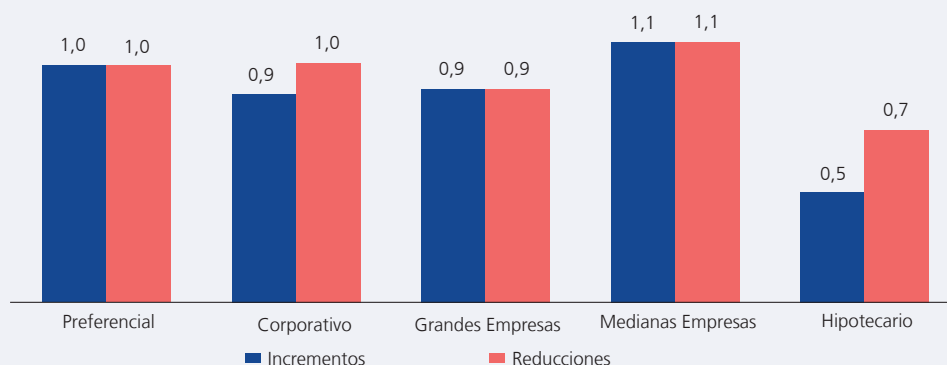
La medición del efecto traspaso típicamente se basa en modelos econométricos de series temporales (Gregor et al., 2021). A continuación, para formalizar el estudio de la relación entre las decisiones de política monetaria y la evolución de las tasas de interés activas del sistema financiero, se presentan estimaciones del efecto traspaso durante ciclos de incrementos y reducciones de la TPM a partir del



modelo Nonlinear Autorregressive Distributed Lag (NARDL), ampliamente utilizado en su medición en la literatura académica (Apergis y Cooray, 2015; Li et al., 2021; Otero et al., 2024).

ESTIMACIÓN ECONOMETRICA DEL EFECTO TRASPASO

(En porcentaje)



Notas:

- (1) Se estiman modelos bivariados de la tasa de interés crediticia estudiada y la TPM.
- (2) La selección de la cantidad óptima de rezagos se realiza a través del criterio de información de Akaike, permitiendo 4 rezagos como máximo de ambas variables.
- (3) Tras estimar el modelo NARDL, se realiza la prueba de Wald para evaluar la existencia de asimetrías durante ciclos de incrementos y reducciones de la TPM. En caso de identificarse una relación simétrica, se impone igualdad en los coeficientes asociados a incrementos y reducciones de la TPM.
- (4) Para controlar por la potencial existencia de heterocedasticidad, las estimaciones se realizan con errores estándar de White.

De acuerdo con los resultados, en el caso de la tasa de créditos preferenciales, se estima un traspaso completo y simétrico durante ciclos de incrementos y reducciones de la TPM (1,0). Por el contrario, en el caso del segmento de créditos corporativo, se evidencia un traspaso asimétrico. Durante ciclos de reducciones de la TPM, la transmisión a las tasas de interés corporativas tiende a ser completo (1,00). Durante ciclos de incrementos, el traspaso tiende a ser ligeramente menor, aunque cercano a ser completo (0,9). Por el lado de los créditos a los segmentos de gran y mediana empresa, se observa una transmisión simétrica de los cambios en la TPM. Durante ciclos de incrementos y reducciones, el efecto traspaso estimado para las tasas de interés a grandes y medianas empresas es de 0,9 y 1,1, respectivamente. En el caso de las tasas de los créditos hipotecarios, se observa un traspaso asimétrico. Durante ciclos de reducciones de la TPM, el traspaso suele ser mayor (0,7) en comparación a los ciclos de incrementos (0,5).

Conclusiones

En el periodo entre los años 2010 y 2025, se observa una transmisión significativa de la política monetaria a las tasas de interés crediticias del sistema financiero peruano. En particular, el análisis muestra que las tasas de interés de créditos a empresas siguen de manera cercana a los ciclos de política monetaria. Por un lado, el estudio de subperiodos refleja que, aunque con una transmisión heterogénea, la política monetaria ha sido efectiva en influenciar las tasas de mercado en cada momento del tiempo. Por otro lado, la estimación econométrica del efecto traspaso provee evidencia de una transmisión casi completa y simétrica a través de ciclos de incremento y reducción de la TPM (en un rango entre 0,9 y 1,1).

Asimismo, bajo ambos métodos, se observa una asimetría negativa en el sector corporativo e hipotecario. El análisis descriptivo muestra que la mediana de la variación acumulada de las tasas como proporción del cambio en la TPM durante incrementos se sitúa en 0,8 y 0,2, respectivamente; mientras que, durante reducciones, se encuentra en 1,1 y 0,7, respectivamente. Esto es consistente con los resultados del modelo econométrico, en el cual el traspaso en el segmento corporativo aumenta de 0,9 en ciclos de alzas a 1,0 en ciclos de recortes y, en el caso del segmento hipotecario, el traspaso pasa de 0,4 a 0,7. Así, esto sugiere que la transmisión de política monetaria presenta heterogeneidad y asimetrías entre segmentos y ciclos.

Referencias bibliográficas:

- Alvarado, P., Cachuan, E., Carrion, S., Mendoza, C. & Salinas, J. (2023). *Interest rate pass-through and monetary transmission: effect of monetary policy in the Peruvian financial system*. SBS Documentos de trabajo.
- Apergis, N., & Cooray, A. (2015). *Asymmetric interest rate pass-through in the US, the UK and Australia: New evidence from selected individual banks*. *Journal of Macroeconomics*, 45, 155-172.
- Choy, M., Costa, E., & Churata, E. (2015). *Radiografía del costo del crédito en el Perú*. *Revista Estudios Económicos*, 30, 25-55.
- De Bondt, G. J. (2005). *Interest rate pass-through: empirical results for the Euro Area*. *German Economic Review*, 6(1), 37-78.
- Lahura, E. (2017). *El efecto traspaso de la tasa de interés de política monetaria en Perú: Evidencia reciente*. *Revista Estudios Económicos*, 33, 9-27.
- Holmes, M., Iregui, A. & Otero, J. (2015). *Interest rate pass-through and asymmetries in retail deposit and lending rates: An analysis using data from Colombian banks*. *Economic Modelling*, 49, 270-277.
- Li, X., Si, D., & Ge, X. (2021). *China's interest rate pass-through after the interest rate liberalization: Evidence from a nonlinear autoregressive distributed lag model*. *International Review of Economics and Finance*, 73, 257-274. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.12.031>
- Gregor, J., Melecký, A., & Melecký, M. (2021). *Interest rate pass-through: A meta-analysis of the literature*. *Journal of Economic Surveys*, 35(1), 141-191.
- Martínez J., D. Oda y G. Marivil (2022), "Pass-through from monetary policy to bank interest rates: A-symmetry analysis." *Documentos de Trabajo*, N° 944, Marzo 2022, Banco Central de Chile.
- Pérez Forero, F. (2021). *Transmisión de la política monetaria a las tasas de interés del sistema financiero*. *Revista Moneda*, 186, 4-8. Banco Central de Reserva del Perú.
- Quintero J., Gómez-Ramírez, L. y Otero, L. (2024), "Asymmetries in the interest rate channel in inflation-targeting Latin American countries". *The Journal of Economic Asymmetries*, 30.

