

Determinantes de presiones en el mercado INTERBANCARIO¹

RAFAEL VELARDE*



* Especialista, Departamento del Programa Monetario del BCRP
rafael.velarde@bcrp.gob.pe

En países con esquemas de meta de inflación, donde la tasa de referencia constituye la meta operativa, la intervención del banco central es clave para asegurar que la tasa interbancaria se mantenga cercana a dicho nivel. El presente artículo analiza los factores que generan presiones en el mercado interbancario, y encuentra que la liquidez inicial, el grado de cumplimiento de los requerimientos de encaje y las expectativas sobre la política monetaria son determinantes relevantes de la dinámica de la tasa interbancaria.

¹ Agradezco a Carlos Montoro, Fernando Pérez, Rafael Nivín, Alberto Humala, Piero García y Jesús Zavalaga por las conversaciones fructíferas que mantuvimos sobre el funcionamiento del mercado interbancario.

INTRODUCCIÓN

Desde la crisis financiera global, ha habido un interés creciente por entender cómo los bancos centrales implementan su política monetaria y cómo estas decisiones afectan los mercados financieros y la dinámica macroeconómica (Freixas y Jorge, 2008; Gertler y Kiyotaki, 2010; Afonso y Lagos, 2015; Bianchi y Bigio, 2022; Baglioni, 2024; Afonso et al., 2024). En el Perú, como es habitual, el mercado interbancario constituye el espacio donde se implementa la política monetaria. En este mercado, los bancos negocian préstamos no colateralizados, usualmente, al plazo de un día. La tasa promedio resultante de estas operaciones se conoce como la tasa interbancaria *overnight* (TIBO)².

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) realiza diariamente operaciones de mercado abierto con el objetivo de equilibrar la oferta y la demanda de dinero en niveles consistentes con su meta operativa de política monetaria. Con ello, busca mantener la TIBO cerca de la tasa de referencia y dentro del corredor de tasas de interés (Gráfico 1). Por ello, entender los factores que pueden influir en las condiciones de oferta y demanda de liquidez es clave para optimizar el diseño de las operaciones monetarias del BCRP. En el presente artículo, se persigue este objetivo analizando los determinantes de las presiones en el mercado interbancario, definidas como la diferencia entre la TIBO y la tasa de política monetaria.

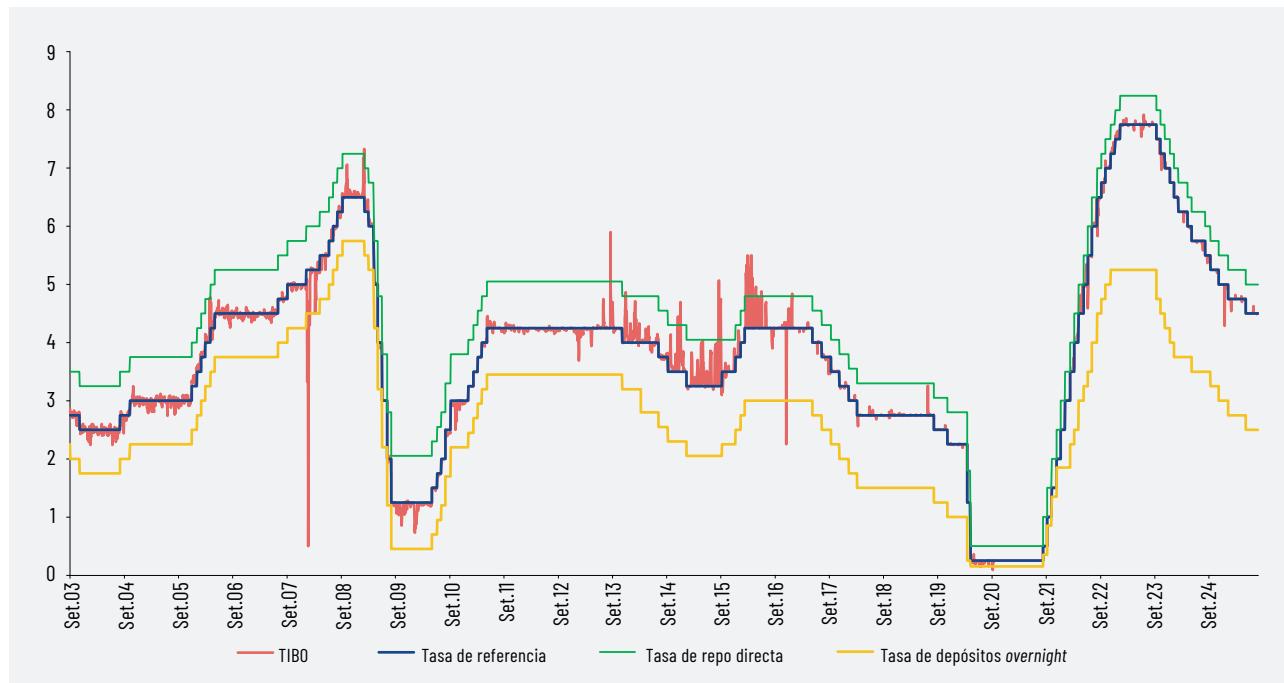
DESVÍOS DE LA TASA INTERBANCARIA Y DETERMINANTES

En el Gráfico 2 y el Cuadro 1, se presentan el desvío de la tasa interbancaria y sus principales determinantes entre febrero de 2017 y setiembre de 2024. Durante este periodo, el desvío promedio fue de 0,05 puntos básicos (pbs), lo cual evidencia la efectividad del BCRP para estabilizar la tasa interbancaria alrededor de su nivel de referencia. A continuación, se describen los principales factores explicativos de los desvíos:

1. Desvío del avance de encaje. Como sostienen García et al. (2025), elevados avances (atrasos) en el cumplimiento del encaje son fuentes de presiones a la baja (al alza) de la tasa interbancaria. En efecto, cuando las entidades están holgadas (retrasadas) en el cumplimiento de sus requerimientos mensuales de encaje, tienden a reducir (aumentar) su demanda de reservas de los próximos días, presionando la tasa interbancaria a la baja (al alza). En el Gráfico 3, se observa la relación negativa que existe entre los desvíos del avance de encaje y de la TIBO.

2. Liquidez inicial. Como destacan Abanto y Butrón (2024), mantener un nivel estable de liquidez inicial es esencial para la estabilización de la tasa interbancaria. Incluso, como detalla el BCRP (2025), la liquidez antes de operaciones tiene un efecto

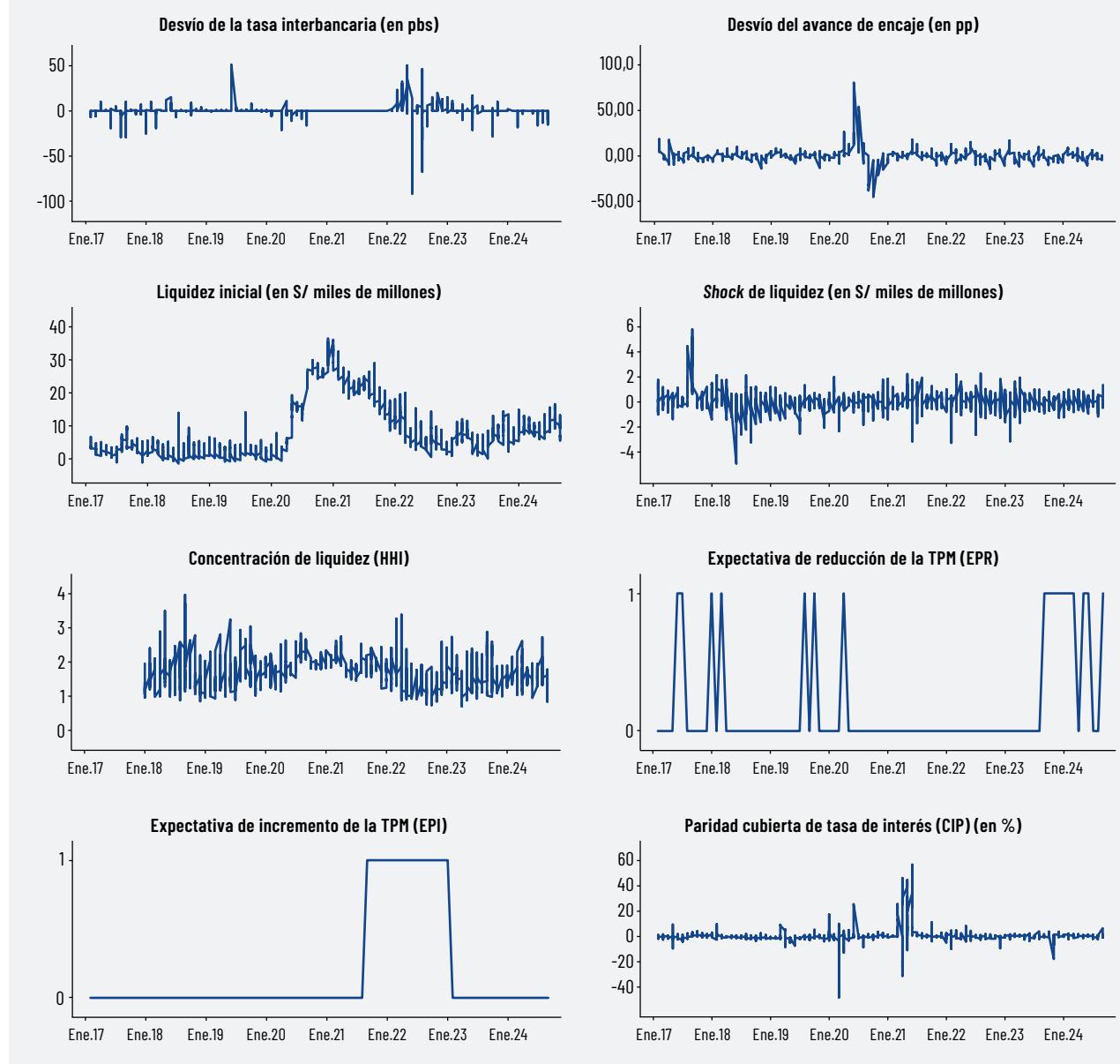
GRÁFICO 1 ■ Tasa de interés de referencia, TIBO y corredor de tasas de interés
(En porcentaje)



NOTA: LA TASA DE REPO DIRECTA Y LA TASA DE DEPÓSITOS OVERNIGHT SON LAS TASAS DE INTERÉS ESTABLECIDAS POR EL BCRP PARA SUS OPERACIONES DE VENTANILLA EN MONEDA NACIONAL CON LAS ENTIDADES FINANCIERAS.

2 La TIBO se define como la tasa de interés promedio ponderada de los préstamos no colateralizados realizados entre entidades financieras en moneda nacional, con un plazo de un día. Véase BCRP (2023) para una descripción técnica.

GRÁFICO 2 ■ Tasa de interés de referencia, TIBO y corredor de tasas de interés
(En porcentaje)

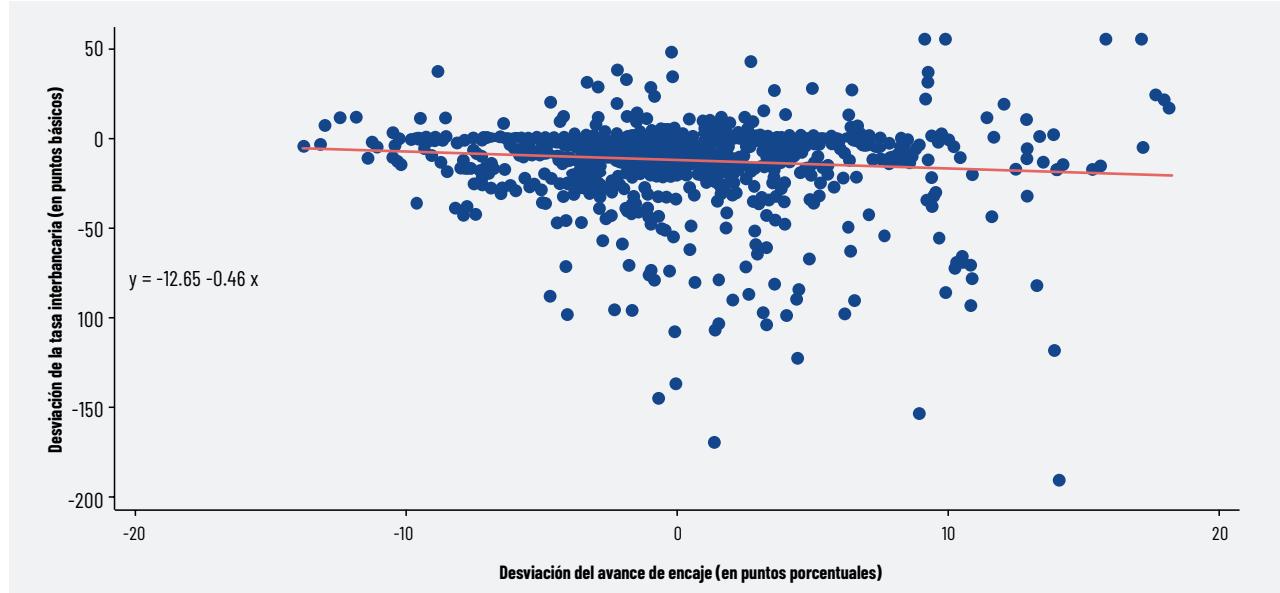


CUADRO 1 ■ Estadísticos resumen
(Feb.17-Set.24)

Variable	Media	Desv. std.	Min.	Máx.	N
Desvío de la tasa interbancaria (en pbs)	0,05	5,37	-91,00	51,00	1 877
Desvío del avance de encaje (en pp)	0,35	7,94	-44,51	80,17	1 877
Liquidez inicial (en S/ miles de millones)	8,81	7,98	-1,30	36,31	1 877
Shock de liquidez (en S/ miles de millones)	0,05	0,66	-4,90	5,77	1 877
Concentración de liquidez (HHI)	0,16	0,04	0,07	0,40	1 653
Expectativa de reducción de la TPM (EPR)	0,18	0,39	0,00	1,00	1 877
Expectativa de incremento de la TPM (EPI)	0,19	0,39	0,00	1,00	1 877
Paridad cubierta de tasa de interés (CIP) (en %)	0,43	5,07	-47,85	56,45	1 877

FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 3

Desviaciones de la tasa interbancaria y el avance de encaje diario
(En puntos básicos y puntos porcentuales)

NOTA: LA ESTIMACIÓN UTILIZA DATOS COMPRENDIDOS ENTRE ENERO DE 2021 Y SETIEMBRE DE 2024, CON EL FIN DE EVITAR POSIBLES SESGOS ASOCIADOS AL PERÍODO DE PANDEMIA.

negativo sobre los spreads a plazos entre 3 y 12 meses de las tasas activas y pasivas preferenciales, y la tasa de rendimiento de los CD BCRP. En el Gráfico 4, se evidencia que los tres episodios más recientes de presiones a la baja en la TIBO coincidieron con incrementos en el nivel promedio de liquidez inicial.

3. Shock de liquidez. Diariamente, el BCRP proyecta un nivel de liquidez inicial y tiene como meta un nivel de liquidez final, consistente con su objetivo de mantener la tasa interbancaria alineada con la tasa de política monetaria. Si la diferencia entre la liquidez antes de operaciones y la liquidez final es positiva (negativa), el BCRP retirará (inyectará) liqui-

dez en neto. Sin embargo, una brecha significativa entre la liquidez inicial proyectada y la ejecutada puede generar un exceso o déficit de dinero en el sistema, que presione la tasa interbancaria a la baja o al alza. En este artículo, a esta diferencia entre la liquidez inicial proyectada se le denomina shock de liquidez. En el Gráfico 2 y el Cuadro 1, se muestra que esta variable fluctúa alrededor de cero y que su valor promedio es de S/ 50 millones, lo que refleja la precisión de las proyecciones de liquidez del BCRP.

4. Concentración de la liquidez. No solo el nivel agregado de liquidez inicial resulta relevante, sino

GRÁFICO 4

Liquidez inicial y desvío de la tasa de interés, promedios mensuales
(En millones de S/ y en pbs)

también su distribución entre las entidades del sistema. Dado que el mercado interbancario opera bajo un esquema *over-the-counter*, una alta concentración de la liquidez en pocas instituciones puede generar presiones sobre las tasas de interés. Ello puede deberse a diversos mecanismos como fricciones de información (Freixas y Jorge, 2008), de emparejamiento en la búsqueda de contrapartes (Afonso y Lagos, 2015; Bianchi y Bigio, 2022) o el ejercicio de poder de mercado por parte de los bancos más líquidos (Acharya et al., 2012). Estos efectos pueden intensificarse en períodos de estrés financiero, cuando aumenta la percepción de riesgo de contraparte (Heider et al., 2009). En el presente artículo, se mide la concentración de liquidez con el índice HHI (Herfindahl-Hirschman)^{3,4}. En el Cuadro 1, se observa que, en el periodo de análisis, este índice fluctuó entre 0,07 y 0,40.

5. Expectativas sobre la tasa de política monetaria.

Como explican García et al. (2025), las expectativas sobre la tasa de referencia pueden incidir sobre la demanda de liquidez en el mercado interbancario. Cuando las entidades financieras anticipan un incremento (reducción) de la tasa de referencia, entonces tienen un incentivo para acelerar (postergar) su demanda de liquidez previo a la reunión de política monetaria. En consecuencia, antes de la decisión de la tasa de referencia, las expectativas de incremento (reducción) podrían generar presiones al alza (a la baja) de la tasa de interés. El Cuadro 1 muestra que los períodos con expectativas de incremento o reducción representan el 18 y 19 por ciento de la muestra, respectivamente, lo que asegura la variabilidad de los regresores.

6. Paridad cubierta de tasa de interés.

Las entidades financieras optimizan la asignación de sus recursos considerando factores como el plazo, la moneda, el riesgo y el rendimiento esperado. En particular, los *spillovers* de liquidez entre monedas pueden afectar el comportamiento de las entidades y, por tanto, las tasas de interés domésticas (Siklos y Stefan, 2021; Bianchi et al., 2023; Armas y Ortiz, 2020). En este contexto, la relación entre las tasas domésticas y externas —descrita por la paridad cubierta de tasas de interés (CIP, por sus siglas en inglés)— puede influir en las decisiones de portafolio y en la demanda de liquidez en moneda

nacional. De manera operativa, la CIP se define como:

$$CIP_t = i_t - i_t^* - E_t(\Delta s_{t+j}) ,$$

donde i_t representa la tasa de política monetaria doméstica (en porcentaje); i_t^* , la tasa de política monetaria externa (FED, en porcentaje); y $E_t(\Delta s_{t+j})$, la depreciación esperada del tipo de cambio j períodos en adelante (en porcentaje)⁵. Si la CIP es positiva, el retorno de invertir en moneda nacional es mayor que en moneda extranjera, lo que puede inducir a una mayor demanda por activos líquidos en moneda doméstica y presionar al alza las tasas locales de corto plazo. En el Gráfico 1, se aprecia que la CIP es especialmente volátil en períodos de incertidumbre macroeconómica, como el inicio de la pandemia del COVID-19 (marzo de 2020) o las elecciones presidenciales del 2021 (abril y junio).

7. Persistencia del desvío de la tasa de interés.

Por último, los desvíos de la tasa interbancaria podrían exhibir cierta inercia, en la medida en que los choques que afectan la demanda o la oferta de dinero no se disipen de inmediato. Para capturar esta dinámica, se incluye como factor explicativo el desvío de la tasa interbancaria del día previo. La incorporación de este rezago permite, además, evaluar el grado de persistencia de las presiones en el mercado interbancario y, con ello, la efectividad de la intervención del BCRP para corregir desviaciones pasadas respecto al nivel de referencia.

ESTIMACIÓN ECONOMÉTRICA

Para estudiar los factores explicativos de los desvíos de la tasa interbancaria, se propone el siguiente modelo:

$$y_t = \alpha + \beta' x_t + \varepsilon_t ,$$

donde y_t representa el desvío de la TIBO con respecto a la tasa de política y x_t incluye los determinantes ya mencionados: el desvío del avance de encaje, la liquidez inicial, el shock de liquidez, la concentración de liquidez, las dummies de expectativas (EPR y EPI), sus interacciones posdecisión de política monetaria y la CIP. Adicionalmente, como variable control, se incluye al EMBIG de Perú, ya que la incertidumbre local podría influir sobre las decisiones de liquidez de las entidades financieras. Por último, dado que los datos utilizados en la regresión son de frecuencia diaria, los errores

³ El índice HHI calculado para el día t se define como $HHI(t) = \sum_{i \in N} \left(\frac{|Liquidez\ initial|_i}{\sum_j |Liquidez\ initial|_j} \right)^2$, donde $Liquidez\ initial$ es el nivel de liquidez inicial de la entidad i en el día t y N es el número total de entidades. Los valores absolutos aseguran que tanto posiciones deudoras como acreedoras contribuyan a la medida de concentración.

⁴ Los resultados de la estimación económica del Cuadro 2 son robustos al sustituir el índice HHI por el coeficiente de variabilidad como medida de concentración.

⁵ Para construir la depreciación esperada, se utiliza el tipo de cambio *forward* publicado por Reuters a un plazo de 1 mes, considerando que la gestión de liquidez de la banca se realiza en un horizonte de corto plazo. Los resultados económicos del Cuadro 2 se muestran robustos al uso de tipos de cambio *forward* de Reuters a plazos más largos (3 a 12 meses) o al tipo de cambio proyectado para los siguientes 12 meses, según la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP.

estimados podrían exhibir autocorrelación serial⁶. Para corregir este problema, se estimó el modelo utilizando errores estándar robustos a heterocedasticidad y autocorrelación (HAC) de Newey y West (1987), utilizando la selección automática del ancho de banda propuesta por Newey y West (1994)⁷.

En el Cuadro 2 y el Gráfico 5, se presentan los resultados de las estimaciones. En primer lugar, el coeficiente asociado al rezago del desvío de la tasa interbancaria muestra una persistencia moderada de las presiones en el mercado de dinero. En particular, se estima que un desvío de 5 pbs⁸ en la tasa interbancaria el día de hoy generaría un desvío de aproximadamente 1 pb dos días después. Este resultado evidencia que las presiones tienden a disiparse rápidamente, lo que refleja la efectividad del BCRP en suavizar los desvíos y estabilizar las condiciones financieras en el mercado interbancario.

En segundo lugar, se encuentra que los desvíos en el avance de encaje influyen negativamente sobre los desvíos de la tasa interbancaria. Así, un mayor adelanto en el cumplimiento de los requerimientos de encaje generaría presiones a la baja sobre la tasa interbancaria, lo cual se explicaría por la menor demanda futura de liquidez por parte de las empresas bancarias al requerir menos reservas.

En tercer lugar, se observa que las condiciones de liquidez en el mercado monetario afectan el costo del dinero. En esa línea, se estima que un incremento de la liquidez inicial en S/ 1 mil millones se asocia con un desvío negativo de 0,04 pbs en la tasa interbancaria, lo cual reflejaría el efecto típico de una mayor oferta de fondos. La magnitud moderada del efecto de la liquidez inicial indicaría la efectividad del BCRP para acomodar cambios exógenos en la liquidez antes de operaciones. Por su parte, el shock de liquidez inicial, de acuerdo con la teoría, presenta una relación inversa con la tasa interbancaria, mas no resulta estadísticamente significativo. Finalmente, la concentración de la liquidez muestra un coeficiente positivo, en línea con la teoría, pero sin significancia estadística.

En cuarto lugar, en consistencia con lo documentado por García et al. (2025), las expectativas sobre la tasa de referencia influyen en la demanda de liquidez de las entidades. Los coeficientes positivos y negativos asociados a las *dummies* de expectativas de incremento (EPI) y reducción (EPR), respectivamente, sugieren que antes de la reunión de política, cuando las entidades anticipan un incremento (reducción), tienden a acelerar (postergar) su demanda de reservas, ejerciendo presiones al alza (a la baja) sobre la tasa interbancaria. Las interacciones con la *dummy* de posdecisión muestran que estos efectos se disipan tras el anuncio del BCRP, lo que evidencia que las expectativas influyen principalmente en los días previos a la decisión de política monetaria.

CUADRO 2

Determinantes de los desvíos de la tasa interbancaria

VARIABLES	(1) Desvío de la tasa
Rezago del desvío de la tasa interbancaria	0,4596*** (0,0529)
Desvío del avance de encaje	-0,0401** (0,0173)
Liquidez inicial	-0,0423*** (0,0127)
Shock de liquidez inicial	-0,1153 (0,1685)
Concentración de liquidez	3,0272 (2,8225)
Dummy de EPR	-1,5397** (0,6879)
Dummy de EPR* Dummy de posdecisión	1,5349** (0,7300)
Dummy de EPI	2,9353*** (1,0187)
Dummy de EPI* Dummy de posdecisión	-3,0582*** (1,0187)
CIP	0,0123 (0,0103)
EMBIG Perú	-0,0009 (0,0024)
Número de observaciones	1876
Prueba F	0,0000

ERRORES ESTÁNDAR EN PARÉNTESIS.

***P<0.01; **P<0.05; *P<0.1.

NOTA 1: LAS VARIABLES DUMMIES DE EXPECTATIVAS DE REDUCCIÓN (EPR) Y DE INCREMENTO (EPI) TOMAN VALOR DE 1 CUANDO LAS ENTIDADES FINANCIERAS ANTICIPAN UNA REDUCCIÓN E INCREMENTO, RESPECTIVAMENTE, DE LA TASA DE REFERENCIA, Y TOMAN EL VALOR DE 0 EN EL CASO CONTRARIO. A LA DUMMY DE POSDECISIÓN SE LE ASIGNA EL VALOR DE 1 EN LOS DÍAS DEL MES POSTERIORES A LA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Y 0 EN EL CASO CONTRARIO.

NOTA 2: LOS RESULTADOS SE MANTIENEN ROBUSTOS AL UTILIZAR EL COEFICIENTE DE VARIABILIDAD COMO MEDIDA ALTERNATIVA DE CONCENTRACIÓN, ASÍ COMO AL EMPLEAR EL TIPO DE CAMBIO FORWARD DE REUTERS A PLAZOS DE 3 A 12 MESES O EL TIPO DE CAMBIO PROYECTADO A 12 MESES SEGÚN LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS DEL BCRP.

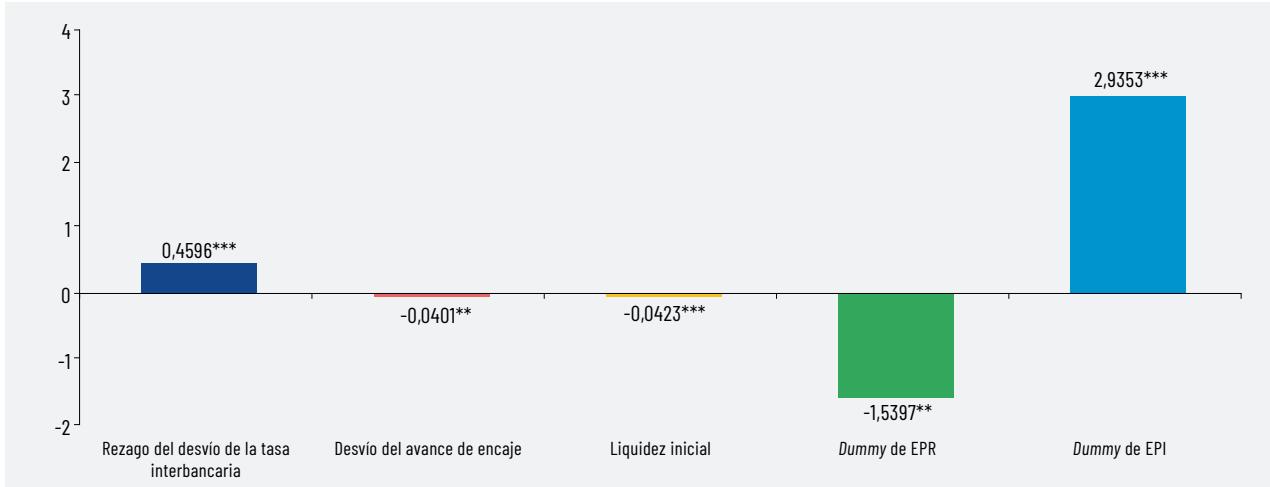
6 En efecto, los resultados de las pruebas de Breusch-Godfrey y el estadístico Durbin-Watson confirmaron la presencia de autocorrelación en los residuos.

7 El procedimiento de selección automática del ancho de banda estimó un orden de rezago igual a 18. Adicionalmente, se verificó la estabilidad de los resultados utilizando diferentes especificaciones del ancho de banda, y se encontró que los niveles de significancia de los coeficientes son robustos a estas alternativas.

8 El valor de una desviación estándar aproximadamente (Cuadro 1).

GRÁFICO 5

■ Coeficientes estimados para los determinantes de los desvíos de la tasa interbancaria



NOTA 1: LAS VARIABLES DUMMIES DE EXPECTATIVAS DE REDUCCIÓN (EPR) Y DE INCREMENTO (EPI) TOMAN VALOR DE 1 CUANDO LAS ENTIDADES FINANCIERAS ANTICIPAN UNA REDUCCIÓN E INCREMENTO, RESPECTIVAMENTE, DE LA TASA DE REFERENCIA, Y TOMAN EL VALOR DE 0 EN CASO CONTRARIO.

NOTA 2: LA ESTIMACIÓN SE REALIZA CON BASE EN 1 876 OBSERVACIONES ENTRE FEBRERO DE 2017 Y SETIEMBRE DE 2024. EL P-VALUE DE LA PRUEBA F ES 0,0000. LOS NIVELES DE SIGNIFICANCIA CONSIDERADOS SON ***P<0,01, **P<0,05 Y *P<0,1.

Por último, de acuerdo con la teoría económica, el coeficiente estimado para la CIP es positivo, aunque no significativo, lo que sugiere que los factores externos tienen una influencia acotada en la dinámica diaria de las tasas interbancarias.

CONCLUSIONES

Los resultados muestran que la política monetaria del BCRP es efectiva en suavizar las fluctuaciones de la tasa interbancaria, con desvíos reducidos y de rápida disipación. Esto evidencia que las presiones en el mercado interbancario se moderan rápidamente,

lo que respalda el objetivo de mantener la TIBO cerca de la tasa de referencia. Por su parte, el análisis de los determinantes indica que un nivel estable de liquidez estructural y un cumplimiento oportuno de los requerimientos de encaje son clave para minimizar presiones sobre las tasas de interés. Aunque la evidencia sobre la distribución de la liquidez entre entidades es menos concluyente, podría influir en la dinámica de las tasas. Como línea futura de investigación, sería relevante analizar de manera más detallada la concentración tanto en la oferta como en la demanda de préstamos no colateralizados.

REFERENCIAS

- Abanto, F., & Butrón, N. (2024). Evolución reciente de la liquidez estructural de las empresas bancarias. *Moneda*, (198), 46–49. Banco Central de Reserva del Perú.
- Acharya, V. V., Gromb, D., & Yorulmazer, T. (2012). Imperfect competition in the interbank market for liquidity as a rationale for central banking. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), 184–217.
- Afonso, G., Giannone, D., La Spada, G., & Williams, J. C. (2024). Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve. Staff Reports 1019. Federal Reserve Bank of New York.
- Afonso, G., & Lagos, R. (2015). Trade dynamics in the market for federal funds. *Econometrica*, 83(1), 263–313.
- Armas, A., & Ortiz, M. (2020). Exchange rate determination: The role of portfolio and liquidity shocks. SBS Documentos de Trabajo 04/2020.
- Baglioni, A. (2024). Monetary policy implementation: Which “new normal”? *Journal of International Money and Finance*, 141.
- Banco Central de Reserva del Perú (2023). Nota metodológica: Cálculo del índice de tasa interbancaria overnight. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Estadisticas/Operaciones-Monetarias-Cambiarias/nota-metodologica-tasa-interbancaria-overnight.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú (2025). Recuadro 5: Liquidez y tasas de interés: explorando la relación. En *Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2025-2026* (124-128). <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2025/marzo/reporte-de-inflacion-marzo-2025-recuadro-5.pdf>
- Bianchi, J., & Bigio, S. (2022). Banks, liquidity management and monetary policy. *Econometrica*, 90(1), 391–454.
- Bianchi, J., Bigio, S., & Engel, C. (2023). Scrambling for dollars: International liquidity, banks and exchange rates. NBER Working Paper No. 29457.
- Freixas, X., & Jorge, J. (2008). The role of interbank markets in monetary policy: A model with rationing. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(6), 1151–1176.
- García, P., Pozo, J., & Velarde, R. (2025). Policy Interest Rate Expectations and the Behavior of the Interbank Money Market. Documento de Trabajo N.º 019-2025. Banco Central de Reserva del Perú.
- Gertler, M., & Kiyotaki, N. (2010). Financial intermediation and credit policy in business cycle analysis. En *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3, (547–599). Elsevier.
- Heider, F., Hoerova, M., & Holthausen, C. (2009). Liquidity Hoarding and Interbank Market Spreads. ECB Working Paper No. 1126.
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55(3), 703–708.
- Newey, W. K., & West, K. D. (1994). Automatic lag selection in covariance matrix estimation. *The Review of Economic Studies*, 61(4), 631–653.
- Siklos, P., & Stefan, M. (2021). Exchange rate shocks in multicurrency interbank markets. *Journal of Financial Stability*, 55.