

Efectividad diferencial de los canales de transmisión monetaria en el crecimiento económico peruano, 2000-2022

Differential Effectiveness of Monetary Transmission Channels in Peru's Economic Growth, 2000-2022

Nayeli Mercedes Lazo Ortiz¹, Irina Patricia Calvo Rivera¹

RESUMEN

El estudio tuvo como objetivo analizar la efectividad diferencial de los canales de transmisión de tasa de interés interbancaria y cambiario de la política monetaria sobre el crecimiento económico peruano entre 2000 y 2022. Se empleó un enfoque cuantitativo, de diseño longitudinal, con datos trimestrales del Banco Central de Reserva del Perú y del Instituto Nacional de Estadística e Informática. Se verificó la estacionariedad mediante la prueba Dickey-Fuller aumentada (ADF) y se emplearon errores estándar robustos de Newey-West. La tasa de interés interbancaria influyó significativamente en el crecimiento del PIB desde el segundo trimestre, mientras que el tipo de cambio solo mostró efectos indirectos mediante las obligaciones monetarias del BCRP. El análisis también concluyó que los shocks de política monetaria aportaron información económica significativa para la predicción del crecimiento económico hasta por cuatro trimestres. Se concluyó que el mecanismo de tasas de interés resultó más eficaz que el mecanismo cambiario para la estabilización de corto y mediano plazo de la actividad económica real peruana, lo que sustenta el rol prioritario del canal interbancario dentro del esquema de metas explícitas de inflación del Banco Central de Reserva del Perú.

Palabras clave: Política monetaria; canales de transmisión; tasa de interés interbancaria; tipo de cambio; modelo VAR.

ABSTRACT

This study aimed to examine the relative effectiveness of the interest rate and exchange rate transmission channels of monetary policy on Peru's economic growth during the 2000–2022 period. A quantitative, longitudinal research design was employed using quarterly data from the Central Reserve Bank of Peru and the National Institute of Statistics and Informatics. Stationarity was assessed using the Augmented Dickey-Fuller (ADF) unit root test, and robust Newey-West standard errors were applied. The interbank interest rate exerted a statistically significant effect on GDP growth beginning in the second quarter, whereas the exchange rate exhibited only indirect effects through the Central Reserve Bank of Peru's monetary liabilities. The analysis also showed that monetary policy shocks provided significant predictive information for economic growth over a four-quarter horizon. The findings indicate that the interest rate channel was more effective than the exchange rate channel in stabilizing Peru's real economic activity in the short and medium term, reinforcing the central role of the interbank interest rate channel within the Central Reserve Bank of Peru's inflation-targeting framework.

Keywords: Monetary policy; transmission channels; interbank interest rate; exchange rate; VAR model.

Recibido 10/04/2025 Aprobado 17/05/2025

Este es un artículo de acceso abierto, distribuido bajo los términos de la Licencia Creative Commons Atribución 4.0 Internacional (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)



¹ Escuela Profesional de Economía y Finanzas, Facultad de Ciencias Económicas, Contables y Financieras, Universidad Nacional José Faustino Sánchez Carrión, Huacho, Perú.

INTRODUCCIÓN

La literatura sobre banca central coincide en que la eficacia de la política monetaria depende, en última instancia, de la fortaleza de sus canales de transmisión hacia la economía real (Eklou, 2023). En economías emergentes y parcialmente dolarizadas como la peruana, dos mecanismos concentran la atención de los hacedores de política: el canal de tasa de interés, que opera a través del costo del crédito y del ahorro, y el canal cambiario, que actúa mediante el efecto hoja de balance y el traspaso (pass-through) de las variaciones del tipo de cambio a los precios internos (Cuitiño et al., 2022; Ibrahim & Sukmana, 2023).

Desde la adopción del esquema de Metas Explícitas de Inflación en 2002, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ha priorizado la tasa de interés de referencia como instrumento principal para anclar las expectativas de inflación y estabilizar la actividad económica (Banco Central de Reserva del Perú [BCRP], 2024). Los episodios de volatilidad en las tasas de cambio en la economía peruana, surgidos durante la pandemia de COVID-19 y el conflicto ruso-ucraniano, dieron origen al debate sobre los canales de tasa de cambio y tasa de interés en el contexto del crecimiento económico a corto y medio plazo.

Diferentes estudios muestran evidencias contradictorias. En Pakistán, Hussain y Ejaz (2022) evidencian una débil transmisión de la tasa de cambio a la producción. En Indonesia, Ibrahim y Sukmana (2023) encontraron que los shocks monetarios contractivos provocan una apreciación de la moneda nacional. No obstante, sus hallazgos se restringen al comportamiento de los mercados financieros, por lo que no permiten inferir efectos sobre otros sectores de la economía.

Asimismo, Cuitiño et al. (2022), a partir de un análisis comparativo entre Uruguay y Chile, evidenciaron que una política monetaria con mayor credibilidad reduce el grado de traspaso del tipo de cambio a los precios internos. El estudio manifiesta que probablemente las economías con inflación consolidada, como el Perú, presentan un mecanismo de transmisión monetaria donde el canal de la tasa de interés adquiere mayor importancia que el canal del tipo de cambio. Anderl y Caporale (2023) evidenciaron que el traspaso del tipo de cambio no tiene un comportamiento lineal, sino que está condicionado por el nivel de anclaje de las expectativas de la inflación. Este resultado es coherente con la consolidación del régimen de metas de inflación en el Perú.

En el contexto peruano, los estudios de Mendoza Chambilla (2022), Fajardo Espinoza (2022) y Taype de la Cruz (2021) han aportado evidencia sobre la relación entre la política monetaria y el crecimiento económico. Sin embargo, sus análisis consideran el mecanismo de transmisión de manera global, sin distinguir el peso específico del canal de la tasa de interés y del canal cambiario. Esta limitación impide determinar cuál de ambos explica en mayor medida la evolución del PIB,

aspecto que la presente investigación examina de forma explícita.

Este vacío es relevante porque el diseño óptimo de la política monetaria depende de identificar qué mecanismo domina la transmisión hacia la economía real.

En este contexto, y con base en el marco teórico de la regla de Taylor (Taylor, 1993) y de la función de reacción de política monetaria (Clarida et al., 2000), el presente artículo tuvo como objetivo analizar la efectividad diferencial de los canales de transmisión de tasa de interés interbancaria y cambiario de la política monetaria sobre el crecimiento económico del Perú entre 2000 y 2022. Se planteó como hipótesis que el canal de la tasa de interés interbancaria ejerce una influencia significativa y rezagada sobre el crecimiento del producto, mientras que el canal cambiario no presenta un efecto directo significativo a frecuencia trimestral, aunque sí un efecto indirecto por la vía de las obligaciones monetarias del sistema bancario con el ente emisor.

MATERIALES Y MÉTODOS

El estudio adoptó un enfoque cuantitativo, con un diseño longitudinal y un alcance correlacional, con el propósito de analizar la relación entre la política monetaria y el crecimiento económico en el Perú. La información utilizada se tomó de las bases de datos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), abarcando el período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el cuarto trimestre de 2022.

La investigación fue desarrollada mediante un modelo de vectores autorregresivos (VAR), con el cual se analizó la relación dinámica entre el PIB, el consumo privado, la tasa de desempleo, la tasa de interés interbancaria (TIB), el tipo de cambio (TCA) y las obligaciones monetarias del BCRP (OMB). Antes de estimar el modelo, se comprobó la estacionariedad de las series mediante la prueba de Dickey-Fuller aumentada (ADF) y se aplicaron las transformaciones necesarias para asegurar la estabilidad de los datos.

La cantidad de rezagos fue determinada utilizando los criterios de información de Akaike (AIC), Schwarz-Bayesian (BIC) y Hannan-Quinn (HQ), además del análisis de la función de autocorrelación parcial (PACF). De acuerdo con estos resultados, fueron seleccionados cuatro rezagos, una elección acorde con la frecuencia trimestral de la información y con el comportamiento de las variables macroeconómicas estudiadas. Posteriormente, el modelo fue sometido a pruebas de diagnóstico para verificar la presencia de autocorrelación, heterocedasticidad y estabilidad. También fueron incorporadas variables ficticias para controlar los efectos excepcionales generados por la crisis financiera internacional de 2008 y la pandemia de COVID-19. Para mejorar la confiabilidad de las estimaciones, se utilizaron errores estándar robustos mediante el procedimiento de Newey-West.

La evaluación de los canales de transmisión monetaria

fue realizada mediante el análisis conjunto de los coeficientes estimados y la respuesta dinámica de las variables. Primero, fue examinada la significancia estadística de los parámetros asociados a la tasa de interés interbancaria y al tipo de cambio, con el propósito de identificar su influencia sobre el crecimiento económico. Luego, se analizaron los efectos de los choques monetarios mediante funciones de respuesta al impulso (IRF) y la descomposición de la varianza del error de pronóstico (FEVD), considerando un horizonte de cuatro trimestres. Estas técnicas permitieron observar la intensidad y duración de los efectos generados por la política monetaria. El procesamiento de la información fue realizado con los programas R y Stata, utilizados para la estimación del modelo, la evaluación de sus supuestos y la obtención de los resultados econométricos.

RESULTADOS

La estimación del modelo VAR(4), considerando los efectos extraordinarios de la crisis financiera de 2008 y la pandemia de COVID-19 mediante variables ficticias, mostró un adecuado comportamiento econométrico. Los residuos presentaron una distribución consistente con la normalidad (Jarque-Bera, $p = 0.30$) y no se identificaron problemas de heterocedasticidad condicional (ARCH, $p = 0.25$), respaldando la validez de los resultados obtenidos.

En conjunto, estos resultados respaldan la validez del modelo y permiten interpretar con confianza los coeficientes estimados para la ecuación del crecimiento del producto interno bruto (PIB). La Tabla 1 sintetiza los coeficientes correspondientes a los dos canales de transmisión analizados y a las obligaciones monetarias del BCRP, como variable de control del mecanismo de hoja de balance.

Tabla 1

Efecto de los canales de transmisión sobre la tasa de crecimiento del PBI (ecuación robusta del VAR(4))

Variable	Rezago	Coeficiente	Error estándar (Newey-West)	Significancia
Tasa de interés interbancaria (TIB)	t-1	-0.425	(0.368)	n. s.
Tasa de interés interbancaria (TIB)	t-2	1.589	(0.576)	**
Tasa de interés interbancaria (TIB)	t-3	-0.105	(0.516)	n. s.
Tasa de interés interbancaria (TIB)	t-4	-1.279	(0.509)	*
Tipo de cambio, 2. ^a dif. (TCA)	t-1	-2.914	(3.123)	n. s.
Tipo de cambio, 2. ^a dif. (TCA)	t-2	-4.806	(2.881)	n. s.
Tipo de cambio, 2. ^a dif. (TCA)	t-3	-4.320	(2.827)	n. s.
Tipo de cambio, 2. ^a dif. (TCA)	t-4	-6.005	(3.159)	n. s.
Obligaciones monetarias BCRP (OMB)	t-1	1.513	(0.683)	*
Obligaciones monetarias BCRP (OMB)	t-2	-0.955	(0.519)	n. s.
Obligaciones monetarias BCRP (OMB)	t-3	-0.194	(0.712)	n. s.
Obligaciones monetarias BCRP (OMB)	t-4	-1.236	(0.697)	n. s.

Nota. * $p < 0.10$; ** $p < 0.05$. n. s. = no significativo. Errores estándar robustos de Newey-West entre paréntesis. Elaboración propia con base en la estimación VAR(4) del estudio original de Lazo Ortiz (2025).

Como se observa en la Tabla 1, la tasa de interés interbancaria mostró una influencia estadísticamente significativa sobre el crecimiento del PBI en el segundo rezago ($\beta = 1.589$, $p < 0.05$) y en el cuarto rezago ($\beta = -1.279$, $p < 0.10$), configurando un patrón de impacto positivo inicial seguido de una corrección hacia el primer año, coherente con el mecanismo de ajuste de las tasas de ahorro y crédito. Por lo contrario, los coeficientes asociados a los cuatro rezagos del tipo de cambio no fueron estadísticamente significativos al nivel del 10 %. Esta evidencia sugiere que el canal cambiario tuvo una capacidad limitada para transmitir los efectos de la política monetaria al crecimiento del producto durante el período de estudio, al menos en la dinámica trimestral capturada por el modelo VAR. Las políticas monetarias del BCRP sí mostraron un efecto estadísticamente significativo en el primer rezago ($\beta = 1.513$, $p < 0.10$), lo indica que el canal cambiario influye sobre el crecimiento económico de forma indirecta, a través de su influencia sobre la disponibilidad de fondos prestables del sistema bancario, y no de manera contemporánea o directa.

Las funciones de respuesta al impulso mostraron un comportamiento consistente con los resultados obtenidos en el modelo VAR. Un choque contractivo en la tasa de interés interbancaria generó una respuesta negativa y significativa del PIB, cuyos efectos comenzaron a observarse a partir del segundo año y se mantuvieron durante el horizonte de análisis. Por el contrario, las perturbaciones asociadas al tipo de cambio no produjeron efectos directos estadísticamente significativos sobre la actividad económica trimestral, debido a que sus impactos tendieron a disiparse en un período relativamente corto. La descomposición de la varianza del error de pronóstico confirmó que el PIB conserva una fuerte dependencia de su propia dinámica; sin embargo, la tasa de interés incorporó información adicional para explicar su comportamiento, mientras que el tipo de cambio mostró una influencia más limitada e indirecta a través de las condiciones monetarias y financieras del sistema. La evidencia de los resultados respalda la mayor relevancia del canal de la tasa de interés como mecanismo de transmisión de la política monetaria en el Perú durante el período estudiado. Aunque no se identificó un efecto directo del canal cambiario sobre el crecimiento del PIB, su participación dentro de la dinámica del sistema y su aporte predictivo sugieren que mantiene un rol complementario en el proceso de transmisión monetaria.

DISCUSIÓN

La evidencia obtenida coincide con investigaciones recientes sobre la economía peruana que destacan la relevancia de la tasa de interés interbancaria como principal vía de transmisión de la política monetaria hacia la actividad económica (Huacoto Llanos, 2021; Mendoza Chambilla, 2022). No obstante, este estudio aporta una aproximación más detallada al identificar la velocidad y duración de dicho mecanismo, encontrando que sus efectos sobre el crecimiento del PIB adquieren relevancia estadística desde el segundo trimestre y

permanecen en los períodos posteriores. La comparación directa de ambos canales dentro de un mismo modelo econométrico permite observar que la tasa de interés posee una mayor capacidad de transmisión que el tipo de cambio. Este resultado amplía la evidencia previa, dado que los estudios nacionales han abordado ambos mecanismos sin establecer con precisión su efectividad relativa (Fajardo Espinoza, 2022; Soncco Huaman, 2020; Taype de la Cruz, 2021).

Por otro lado, los resultados muestran que las variaciones del tipo de cambio no generaron efectos directos significativos sobre el crecimiento del PIB en la frecuencia trimestral evaluada. Este comportamiento guarda relación con estudios que señalan que, en economías con esquemas de metas de inflación consolidados, la credibilidad monetaria reduce la importancia del traspaso cambiario hacia la actividad económica. Cuitiño et al. (2022) evidencian que una mayor confianza en la política monetaria limita la transmisión cambiaria hacia los precios internos en Uruguay y Chile, mientras que Ibrahim y Sukmana (2023) y Anderl y Caporale (2023) muestran que estos efectos suelen concentrarse en variables financieras y de precios. En el caso peruano, la estabilidad macroeconómica sostenida durante las últimas décadas habría favorecido una transmisión cambiaria más gradual, complementaria al canal de la tasa de interés. Asimismo, la evidencia de Hussain y Ejaz (2022) para Pakistán y Eklou (2023) para economías emergentes refuerza esta interpretación, al señalar que la intervención activa de los bancos centrales y la consolidación institucional de la política monetaria fortalecen el predominio del canal de tasas. Finalmente, la significancia de las obligaciones monetarias del BCRP sugiere que el tipo de cambio mantiene una influencia indirecta mediante las condiciones de liquidez y la intermediación financiera, adquiriendo especial relevancia durante episodios de elevada incertidumbre, como la pandemia de COVID-19 y las tensiones internacionales asociadas al conflicto entre Rusia y Ucrania.

CONCLUSIONES

Los resultados obtenidos indican que la tasa de interés interbancaria estudiada durante el período de 2000 a 2022, juegan un papel importante en la política monetaria para el crecimiento del PIB. Su efecto se observó con los rezagos, el cual se inició a partir del segundo trimestre, para mantenerse hasta el cuarto, lo que indica que los impulsos monetarios se trasladan hacia la economía real. Por otro lado, no se identificó un efecto estadísticamente significativo y directo del tipo de cambio sobre el producto bruto interno en la frecuencia trimestral estudiada. Sin embargo, la incidencia de las obligaciones monetarias del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) pone en evidencia que el canal cambiario no desaparece, sino que opera de manera indirecta considerando las variables de liquidez y la intermediación financiera del sistema bancario. Estos hallazgos permiten establecer que el canal de la tasa de

interés posee una mayor efectividad relativa que el canal cambiario en la transmisión de la política monetaria, aportando evidencia empírica que contribuye a comprender la dinámica de ambos mecanismos en una economía emergente con un régimen de metas de inflación consolidado.

Agradecimientos

Las autoras agradecen a la Facultad de Ciencias Económicas, Contables y Financieras y a la Escuela Profesional de Economía y Finanzas de la Universidad Nacional José Faustino Sánchez Carrión por el apoyo institucional brindado durante el desarrollo de la tesis de la cual deriva el presente artículo.

Contribución de autoría

N. M. Lazo Ortiz: conceptualización, curación de datos, análisis formal, investigación, metodología, redacción del borrador original. I. P. Calvo Rivera: supervisión, validación metodológica, redacción, revisión y edición.

Conflicto de intereses

Las autoras declaran no tener conflictos de interés.

Financiamiento

La investigación no contó con financiamiento externo; fue autofinanciada por las autoras como parte del desarrollo de la tesis de pregrado en la Universidad Nacional José Faustino Sánchez Carrión.

Consideraciones éticas

El estudio utilizó exclusivamente datos secundarios y de acceso público del Banco Central de Reserva del Perú y del Instituto Nacional de Estadística e Informática, por lo que no requirió consentimiento informado ni aprobación de un comité de ética.

Disponibilidad de datos

Las series empleadas están disponibles públicamente en BCRPData (<https://estadisticas.bcrp.gob.pe>) y en el portal del INEI (<https://www.inei.gob.pe>). El código de estimación puede solicitarse a las autoras.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anderl, C., & Caporale, G. M. (2023). Nonlinearities in the exchange rate pass-through: The role of inflation expectations. *International Economics*, 173, 86-101.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2024). Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2024-2025. BCRP.
- Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (2000). Reglas de la política monetaria y la estabilidad macroeconómica: Evidencia y algo de teoría. *Quarterly Journal of Economics*, 115(1).
- Cuitiño, M. F., Medina, J. P., & Zacheo, L. (2022). Conditional exchange rate pass-through and monetary policy credibility: Insights from Uruguay and Chile. *Economic Modelling*, 114, 105926.

- Eklou, K. M. (2023). The anatomy of monetary policy transmission in an emerging market (IMF Working Paper No. 2023/146). International Monetary Fund.
- Fajardo Espinoza, G. A. E. (2022). Efectos de la política monetaria en la distribución de los ingresos en economías emergentes de Latam [Tesis de maestría].
- Huacoto Llanos, C. A. (2021). Política monetaria y su impacto en el crecimiento económico del Perú durante los años 2007-2018 [Tesis de pregrado].
- Hussain, F., & Ejaz, M. (2022). Effectiveness of the exchange rate channel in monetary policy transmission in Pakistan. *The Pakistan Development Review*, 61(1), 45-67.
- Ibrahim, M. H., & Sukmana, R. (2023). Monetary policy and exchange rate in a large emerging economy. *Global Business Review*. <https://doi.org/10.1177/09721509231198659>
- Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2023). Perú: Evolución de los indicadores de empleo e ingreso por departamento, 2007-2023. INEI.
- Lazo Ortiz, N. M. (2025). Efectividad de la política monetaria por canales de transmisión en el crecimiento económico en Perú: Un estudio empírico 2000-2022 [Tesis de pregrado, Universidad Nacional José Faustino Sánchez Carrión].
- Mendoza Bellido, W., Vega, M., Rojas, C., & Anastacio, Y. (2021). Fiscal rules and public investment: The case of Peru, 2000-2019 (IDB Working Paper Series). Banco Interamericano de Desarrollo.
- Mendoza Chambilla, M. N. (2022). La tasa de interés y su relación con la inflación y el crecimiento de la economía del Perú, periodo 2018-2022 [Tesis de pregrado].
- Soncco Huaman, M. A. (2020). Metas explícitas de inflación y una aplicación de la regla de Taylor en Perú: 2004:03-2020:03 [Tesis de pregrado].
- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Taype de la Cruz, E. J., & Domínguez Calva, E. I. (2021). Efecto del manejo monetario y fiscal sobre la productividad en el Perú [Tesis de pregrado].
- Zivot, E. (2000). Notes on structural VAR modeling [Class notes]. University of Washington.