

RESOLUTIONFORTHEPARTIAL

Interpretación de “Inside the Black Box” de Bernanke and Gertler

Collado Muñoz, Josue^{*} and Reyes Falla, Joseph^{*}

Universidad Nacional Mayor de San Marcos

^{*}Corresponding author. Email: josue.collado@unmsm.edu.pe; joseph.reyesf@unmsm.edu.pe

Abstract

Este trabajo examina el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través del canal crediticio, según la perspectiva de Bernanke y Gertler. La investigación destaca cómo el sistema bancario y las condiciones financieras de los prestatarios desempeñan un papel crucial en la propagación de los efectos de las políticas monetarias. En contraste con las explicaciones tradicionales basadas en el costo del capital, los autores proponen un modelo teórico que integra el canal del balance y el canal de préstamos bancarios. Estos subcanales explican cómo factores como la posición financiera de los agentes y las restricciones crediticias influyen en la inversión, el consumo y, en última instancia, en la producción. Además, se analizan las implicancias de esta teoría en el contexto de la crisis financiera global de 2008 y el mercado financiero peruano, resaltando los desafíos estructurales que limitan la efectividad de la política monetaria en economías con alta concentración bancaria y acceso restringido al crédito. Este enfoque brinda una comprensión más matizada y completa de la transmisión de la política monetaria y su impacto en las economías modernas.

Keywords: Canal crediticio, Política monetaria, Prima de financiación externa, Canal del balance, Canal de préstamos bancarios, Sistema financiero, Crisis financiera de 2008, Transmisión monetaria, Mercado financiero peruano, Concentración bancaria

1. Introducción

En la realidad económica, se manifiestan diferentes fenómenos investigables –dada la regularidad de su ocurrencia–, los cuales son objetos analíticos de la ciencia para poder racionalizarlos –construir un marco teórico y consistente que los explique, y que permita predecir sobre ellos–. Bajo la idea anterior, Figueroa (2001) expone un criterio adicional sobre los hechos económicos sujetos a teorización: “No toda realidad compleja puede ser objeto de conocimiento científico, [...] solo aquellos fenómenos que pueden ser representados en la forma de procesos”. Esta estructura de proceso se compone de elementos de entrada o insumos (variables exógenas), elementos de salida o productos (variables endógenas) y un mecanismo inobservable –se teoriza para descubrirlo– que subyace a la interacción exógenas–endógenas.

¿Qué relación guarda la descripción previa con el artículo en mención?

La explicación teórica “tradicional” de la transmisión de la política monetaria en la literatura económica presenta inconsistencias; una “caja negra” o “mecanismo subyacente” separa al choque monetario exógeno –política de ajuste o flexibilización– del efecto endógeno que reproduce en el sector real. Frente a ello, los autores critican la sustentación neoclásica que se basa en el costo del capital mostrando evidencia empírica, y postulan un nuevo mecanismo de transmisión más consistente con la temporalidad, la magnitud y la composición de la respuesta de la economía.

El gráfico previo ilustra que las políticas monetarias actúan como un evento exógeno que lleva

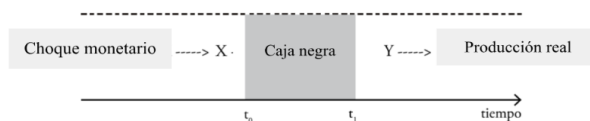


Figure 1. Representación de la política monetaria como un proceso

Fuente: Figueroa (2016); con modificación propia.

consigo repercusiones, y esta dinámica es recurrente dado que la intervención de los bancos centrales es altamente activa. Bajo ello, este evento económico puede representarse en forma de proceso, y el objetivo de este escrito es exponer cómo los autores aclaran la caja negra con su novedosa propuesta teórica, la cual no rechaza categóricamente la postura ortodoxa, sino que la amplifica y reproduce su efecto. Asimismo, se enlazará esta noción con sus implicancias en el estudio de la crisis internacional del 2008, y el desarrollo de la configuración industrial del mercado financiero peruano.

2. Resumen y explicación del artículo

El Banco Central de una determinada economía –en el caso norteamericano, la FED o Reserva Federal– es la autoridad monetaria, que se encarga de mantener la estabilidad de precios. En otros términos, esta institución se preocupa por la inflación o las expectativas inflacionarias de los agentes, y en consecuencia, por la capacidad adquisitiva o poder de compra que esta variable agregada podría ir aminorando en caso enfrente presiones alcistas o se eleve considerablemente. Para cumplir con su meta final, posee instrumentos o herramientas de política, intervención o corrección de ineficiencias, entre ellas se cuenta con la tasa de interés de referencia, aquella guía o tasa de interés base que el banco busca reflejar en el mercado interbancario –mercado de fondos prestables entre bancos– y que luego el mercado trasladará a las tasas de créditos y depósitos, las cuales impactan realmente en las decisiones de gasto en consumo e inversión.

La política monetaria con el empleo de este instrumento, como se ha descrito, atraviesa varias etapas para recién influenciar en la demanda agregada –demanda de bienes de consumo y capital de todos los individuos–, la cual perturba el nivel de producción. Lo anterior denota el esquema de segmentación causal –estructura de la transmisión de las acciones de política monetaria–, mas aún no especifica el canal de impacto. La perspectiva tradicional explica que la influencia ejercida en la tasa del mercado interbancario a través de operaciones de inyección o esterilización –extracción– de dinero afecta las tasas de interés de corto plazo y mediante la variable neoclásica “costo de capital” se explica un incentivo o desincentivo del gasto de los potenciales deudores. Por ejemplo: Si se incrementa el costo de financiarse y yo tengo el rol de inversionista prestatario, decido solicitar crédito en menor medida o renuncio a la posibilidad de préstamo, siendo el resultado en ambos casos la desinversión o caída en las compras de bienes de capital –maquinarias, equipos, plantas–.

La explicación convencional o estándar que antecede enfrenta dificultades “en magnitud” al contrastarse con la evidencia empírica, dado que el costo del capital no muestra cuantitativamente una relación mayor o significativa con los componentes del gasto agregado, por el contrario, hay otros factores –llamados no neoclásicos, no conocidos popularmente en la literatura– que afectan el gasto. Entre este cúmulo de factores extras se tiene a la producción del periodo anterior –rezagada– y al flujo de efectivo como determinantes del gasto. Sin embargo, este no es el único problema que enfrenta la corriente vigente, ya que al perturbar la tasa de interés del mercado, esta debería alterar la tasa de corto plazo, no obstante, los componentes del gasto final agregado más afectados son la

inversión residencial y el consumo en bienes durables –variables que deberían ser afectadas por tasas de interés de un plazo mayor–. En términos de tiempo y composición, esta aparente contradicción apertura la búsqueda de una nueva explicación teórica, la cual ofrece la idea de que la potencia de la política monetaria y las brechas temporales que enfrenta ocurren por las distorsiones en el mercado crediticio, tales como la información incompleta y el riesgo moral.

Ante las notorias inconsistencias que plantea la teoría tradicional, los autores introducen una variable analítica llamada “prima de financiación externa”. Este elemento expresa la diferencia entre el costo de los fondos recaudados a nivel externo –deudas sometidas a una tasa activa o de crédito– y el costo de los fondos internos –flujo de caja o ganancias retenidas, que enfrentan un costo de oportunidad en la tasa de interés de depósitos–. Análogamente, esta prima de financiación externa se asemeja al spread bancario por operación de las entidades financieras. Para comprender sin deficiencias este concepto, se propone la siguiente ejemplificación: Supongamos que un empresario busca iniciar un nuevo proyecto de inversión y para ello se busca financiar de una entidad acreedora, por lo cual el banco enfrenta costos operativos de evaluación del cliente. En esa pesquisa, se reconoce que el empresario ha ido sufriendo constantes pérdidas de su patrimonio neto, su historial crediticio no ha sido sólido, y se le considera un prestatario riesgoso. Ante ello, el banco privado –para solventar ese riesgo e incertidumbre mayor– le otorga el crédito solo a cambio de una tasa de interés mayor que funcione de cobertura. Ahora, añadamos al análisis la idea de que el empresario contaba con un flujo de efectivo inicial consigo, pero estaba dubitativo sobre si financiarse externamente a través del banco en mención o emplear ese dinero. Si el agente usara sus fondos internos enfrentaría un costo de oportunidad –tasa de interés pasiva– por no haberlos ahorrado en una entidad bancaria como superavitario, caso contrario, si el agente es deudor, enfrentará por la obtención de fondos externos una tasa de interés activa más alta por el riesgo que le reporta esa transacción a la entidad bancaria. La prima de financiación externa precisamente representa y refleja esa diferencia.

Antes de elaborar su propuesta teórica, los autores dan crítica a la propuesta tradicional empleando evidencia empírica. Como toda observación de la realidad que desencadena un sustento para teorizar, se identifican previamente hechos estilizados o regularidades empíricas ocurridas tras un choque monetario en tiempo –con qué retraso o velocidad reaccionan las variables–, en magnitud –qué variable se perturba en mayor cuantía o intensidad– y en composición –qué componente de cada variable endógena la perturbó con mayor influencia–.

Con este trabajo empírico, se destacan cuatro hechos básicos de carácter macroeconómico tras un ajuste monetario o política monetaria contractiva –elevación de la tasa de interés de referencia–:

- **Regularidad N°1:** Un ajuste monetario tiene efecto transitorio en las tasas de interés, y es seguido de una disminución del PBI real y nivel de precios.
- **Regularidad N°2:** La demanda agregada final rápidamente se ajusta hacia la baja ante el choque monetario, mientras que la producción sigue esa tendencia con retraso.
- **Regularidad N°3:** Las perturbaciones o caídas más agudas de la demanda final ocurren principalmente en la inversión residencial, y en el gasto en consumo.
- **Regularidad N°4:** La inversión fija –adquisición de maquinarias, equipos o plantas con fines productivos– disminuye, pero su reducción es inferior al de la inversión residencial y gasto en consumo.

Se analizarán, a continuación, tres gráficos obtenidos de pruebas econométricas que respaldan las regularidades precedentes. En el eje de las abscisas se tiene el tiempo de reacción ex-post al choque monetario medido en número de meses, mientras que en el eje de las ordenadas, se observa la tasa de

desviación de cada una de las variables de su nivel original tras la intervención. Con ello definido, se muestra con detalle la gráfica que relaciona tres variables: la tasa de interés de fondos –tasa del mercado interbancario norteamericano–, el producto real –PBI– y el nivel de precios –medido a través del deflactor del PBI–

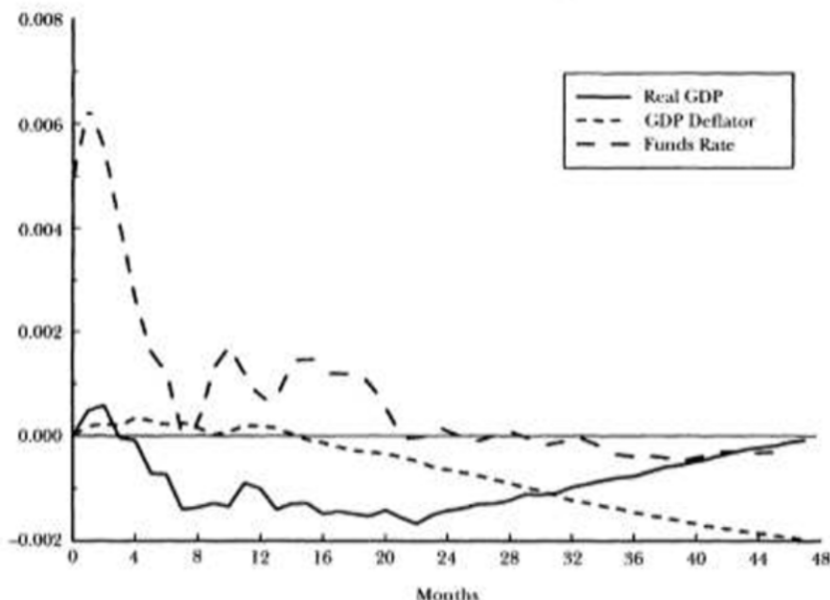


Figure 2. Respuesta de la producción, precios y tasa de interés a un choque de política monetaria

Tras el endurecimiento de la política monetaria –a cargo de la FED, en este caso particular–, se identifica que la tasa de interés sube inicialmente, pero este efecto es transitorio porque luego retorna a su nivel tendencial –la desviación no dura mucho–; mientras que el nivel de producto reacciona apenas cuatro meses después del choque monetario, y sigue esa tendencia decreciente por dos años. En el caso de la inflación, se mantiene estable en el corto plazo –en aproximadamente un año–, y luego cae sostenidamente. Con esto, se consolida la regularidad N°1.

En adición, se muestra una segunda ilustración sobre la trayectoria de la demanda final e inventarios ante la contracción de política. Se observa, tal y como indica la regularidad N°2, que la demanda final absorbe rápidamente el impacto y se desploma hasta el cuarto mes, precisamente periodo en el que la producción comienza a caer. Esto se explica por el mecanismo de inventarios, dado que estos se acumulan –se desvían por encima de su nivel original– hasta el interín del tercer y cuarto mes, donde empiezan a desaccumularse progresivamente. En palabras sencillas, la producción empieza a caer en el cuarto mes por la percepción empresarial de mayores inventarios ante la menor demanda final.

Seguidamente, se realiza un análisis de composición de la demanda agregada final a través de la evaluación de qué tipo de gasto cayó en mayor proporción. La regularidad N°3 es bastante clara, y el gráfico siguiente la respalda: En esta figura, se observan las fluctuaciones del gasto en consumo de bienes durables, bienes no durables, inversión residencial e inversión fija. Hasta el cuarto mes, se observa que la caída más pronunciada la tiene la inversión residencial –nuevas viviendas–, seguida del consumo no durable y durable –ambos impactan en la demanda final de manera símil, dado que el consumo de bienes duraderos se reduce bruscamente, pero el efecto del menor gasto en bienes no duraderos se agiganta por su mayor participación en la actividad económica.

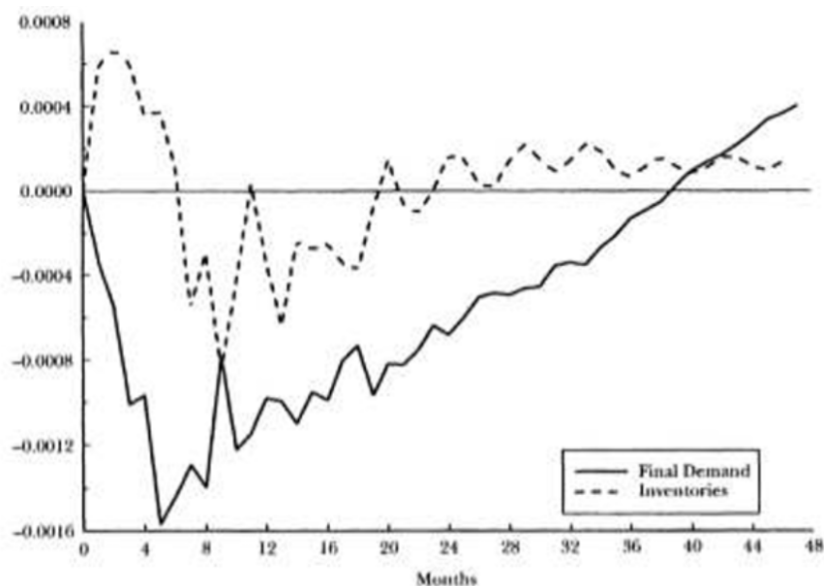


Figure 3. Respuestas de la demanda final e inventarios a un choque de política monetaria

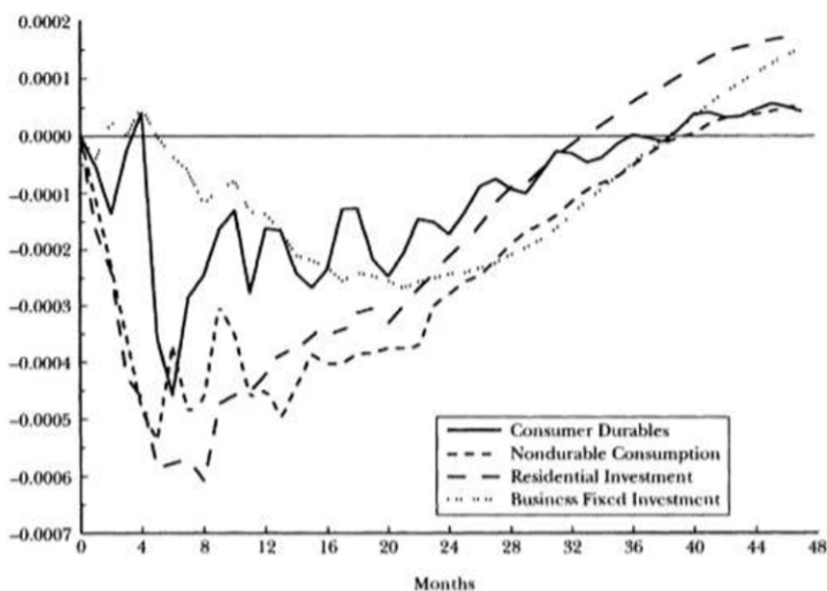


Figure 4. Respuestas de los componentes del gasto a un choque de política monetaria

Como ya hemos argumentado anteriormente resulta complejo explicar la magnitud, momento y composición de la respuesta de la economía a los shocks de política monetaria usando solo el canal de costo de capital, para hacer un análisis más completo introduciremos el **canal crediticio**, esto no lo entendamos como una vía independiente, simplemente es un mecanismo de mejora de la transmisión de política monetaria, según esta visión los efectos de la política monetaria se refuerzan porque aparte

de influenciar en las tasas de interés tienen un impacto en las *primas de riesgo*. Para explicar este vínculo muy sencillo usaremos 2 canales: el canal del balance y el canal de préstamos bancarios.

- **Canal del Balance:** Según este canal, la prima financiera que enfrenta un prestatario (deudor) depende de su posición financiera (definimos posición financiera como la situación económica en la que se encuentra una empresa, familia u otro agente, para esto tomamos en cuenta los activos que posee como dinero, casas, inversiones, u otro tipo de propiedades y los pasivos como deudas u otras obligaciones).

Una mejor posición financiera (mayor activo o menos pasivos), provoca que el prestatario ofrezca mayor garantías para hacer frente a los préstamos, lo que generaría una menor prima de financiamiento, ya que el prestamista percibe menos riesgo.

Ahora abordemos como este canal nos puede dar una noción de la relación entre la política monetaria y las primas de riesgo. Supongamos una política monetaria restrictiva (aumento de la tasa de interés), primero por el lado de los pasivos, esto influye principalmente en los prestatarios que tienen deudas a corto plazo con tasas flotantes (tasas variables que dependen de la tasa de referencia), el aumento de la tasa de interés aumenta el gasto por intereses, es decir los pasivos, lo que debilita la posición financiera del prestatario y aumenta la prima de riesgo. Por el lado de los activos, un aumento de la tasa de interés suele ir acompañado de una caída en el precio de activos, esto debilita la posición financiera del prestatario y aumenta la prima de riesgo.

Abordando todo lo mencionado anteriormente en el contexto de una empresa tenemos el índice de cobertura definido como la relación entre el pago de intereses y las ganancias antes de impuesto e intereses:

$$\frac{\text{Pago de intereses}}{\text{Ganancias brutas}} \quad (1)$$

Así un aumento de la tasa de interés aumenta el pago por intereses, esto eleva el índice de cobertura y por lo tanto una posición financiera más débil.

- **Canal de préstamos bancarios :** Este canal explica que la política monetaria también tiene impacto en la prima de riesgo al desplazar la oferta de crédito intermedio, pero veamos cómo afecta la política monetaria a la oferta de crédito.

Antes de 1980 la FED había impuesto la llamada “Regulación Q” la cual ponía un límite a las tasas de interés que los bancos podían pagar, así cuando la tasa de interés del mercado estaba por encima del límite impuesto por la FED los bancos no podían competir por esos fondos, ya que no podían ofrecer un pago mayor lo cual provocó fuertes caídas en los depósitos, lo que se conoce como desintermediación.

Posterior a 1980 la capacidad de los bancos para captar fondos se volvió menos restringida, ahora para que el banco central aumente las tasas de interés debe quitar liquidez del mercado financiero esto provoca que los bancos reduzcan su oferta de crédito o impongan condiciones rigurosas como tasas de interés altas, mayores garantías, etc.

Esta interrupción de la oferta de préstamos bancarios, obliga a agentes a incurrir en costos para buscar un nuevo prestamista, lo que aumenta la prima de financiación externa.

3. Relación con la Crisis Financiera del 2008

En agosto de 2007 estalló una profunda crisis financiera en Estados Unidos; un año después, en septiembre de 2008, la quiebra de una serie de instituciones financieras en los Estados Unidos amplifica la crisis en un contexto caracterizado por un pánico financiero global. El período de gestación dura varios años y en él interactúan diversas causas, tanto las remotas como las inmediatas. Veremos algunos factores:

3.1 *Entorno Macroeconómico y Financiero: El escenario favorable ¿Para una crisis?*

Desde los inicios de la década de los noventa la economía estadounidense estuvo caracterizada por un crecimiento económico alto y estable, una inflación controlada y una tasa de desempleo baja. El período fue conocido como la Gran Moderación.

Los buenos tiempos en los Estados Unidos no era un aspecto contagioso para las demás economías, hecho evidenciado con las crisis ocurridas en una serie de economías emergentes. El rasgo distintivo de las crisis de México (1994), Asia Oriental (1997), Rusia (1998) y Brasil (1999) fue el exceso de endeudamiento. La respuesta a estas crisis en economías emergentes, como se volvieron poco atractivas, fue la migración de los capitales hacia las economías desarrolladas y “estables”, como los Estados Unidos.

Respecto al tema en mención, Parodi (2015) explica:

Casi contemporáneo, ocurrió el boom de las acciones tecnológicas (las puntocom), relacionadas con el auge de internet generó una burbuja en la bolsa desde 1995 hasta 2000, año en que colapsó. La crisis de las acciones puntocom generó una recesión moderada entre marzo y noviembre de 2001. La FED ante los temores de una recesión mayor respondió con la flexibilización de la política monetaria reduciendo las tasas de interés de 6.5% a fines de 2000 a 1% en junio de 2003, considerado uno de los factores causales de la crisis inmobiliaria. (p. 4)

El destino del aumento en el crédito fue el sector de bienes, por 2 razones: En primer lugar, el estallido de la burbuja de las acciones tecnológicas de 2000 generó que los inversionistas buscaran alternativas de inversión más seguras. Después de todo, una vivienda representa riqueza tangible y en segundo lugar, la crisis de 2000 determinó la ya mencionada reducción de las tasas de interés por la FED.

3.2 *Cambios en la regulación y supervisión del Sistema Financiero: descuidos muy costos*

El cambio en el modelo de negocio de la industria bancaria. El modelo de originar para distribuir, base de la titulación (securitization), reemplazó al de originar para mantener. En el modelo original la banca financiaba sus préstamos con depósitos de los ahorristas y los mantenía dentro de sus balances. En el nuevo modelo los préstamos eran vendidos a los inversionistas a través de una compleja cadena de instancias.

La relajación de los estándares crediticios amplió el espectro de deudores potenciales al segmento subprime o de alto riesgo. – El papel de las agencias calificadoras de riesgo fue importante durante la crisis, ya que cometieron errores significativos al evaluar los riesgos asociados con productos estructurados, como los títulos respaldados por hipotecas, haciendo la burbuja más grande. Esto se debió principalmente a dos factores: primero, estos instrumentos financieros no se negociaban en mercados bien regulados, como las bolsas de valores; segundo, su desempeño solo se había probado en un contexto de aumento sostenido en los precios de las viviendas, sin evidencia de cómo reaccionaría en un contexto negativo.

Kaminsky y Reinhart (1999) encuentran que, generalmente, una liberalización financiera tuvo lugar previamente a la crisis financiera. Ellas encuentran que en 18 de las 26 crisis bancarias que estudiaron, el sector financiero había sido liberalizado durante los cinco años anteriores o menos. Este hallazgo las lleva a sugerir que “las crisis mellizas (twin crises) pueden tener orígenes comunes en la desregulación del sistema financiero y los ciclos de auge-caída y burbujas de activos que, muy frecuentemente, acompañan la liberalización financiera”.

3.3 El colapso de la crisis, su impacto mediante el canal de balance y el canal de préstamos

El colapso de la burbuja hipotecaria fue el detonante de la crisis. Hacia el tercer trimestre de 2006 los precios de las viviendas alcanzaron sus niveles máximos y luego comenzaron a disminuir. Diversos estudios concluyen que uno de los factores que determinaron los problemas sobre los pagos de deuda fue, la disminución del precio de las viviendas, hecho asociado al estallido de la burbuja inmobiliaria. Si el precio de las viviendas alcanza niveles por debajo del saldo pendiente del hipotecario, lo óptimo es no pagar. 11 Un ejemplo lo aclara. Supongamos que un individuo compró una vivienda en US \$400,000 dólares con una cuota inicial de 5%, es decir, US \$20,000 dólares. Dos años después, la reducción del precio de las viviendas ocasionó que el valor de la vivienda sea de US \$280,000 dólares. Una reducción de 30%.

El propietario enfrenta un dilema: debe US\$ 380,000 por una vivienda cuyo valor es de US \$280,000. La decisión racional es abandonar la casa, pues de lo contrario deberá pagar US \$100,000 dólares más.

3.4 Impacto del colapso de la crisis mediante el canal crediticio compuesto por canal de balance y canal de préstamos bancarios

3.4.1 Canal de balance

La reducción del precio de las viviendas afectó a la posición financiera de las familias, lo que hace más complejo su acceso al crédito, provocando una reducción de la demanda por consumo principalmente de artículos duraderos como automóviles y casas. Esta reducción de la demanda se traduce en menor venta, reduciendo ganancias, aumentando así el índice de cobertura y la prima de financiación externa encareciendo el crédito.

En el caso de las empresas grandes en un inicio son capaces de aumentar el endeudamiento a pesar de que este sea más costoso y así afrontar el pago salarios y mantener los niveles de producción.

En contraste, las empresas pequeñas (las cuales tienen un acceso limitado al crédito) responden reduciendo las horas de trabajo para reducir los costos de mano de obra y también los niveles de producción para reducir el gasto en inversión de insumos.

3.4.2 Canal de Préstamos bancarios

El incumplimiento en el pago de los créditos hipotecarios, provocó una crisis de liquidez en el sistema bancario interrumpiendo la oferta de préstamos bancarios, de esta situación derivan 2 importantes consecuencias, por un lado la falta de liquidez en los bancos hizo caer la posición financiera de los mismos, generando desconfianza en el sistema interbancario, provocando así que los propios bancos no cooperen con préstamos interbancarios por temor al incumplimiento de los pagos, agudizando así la crisis de liquidez. Por otro lado las empresas y consumidores ante la falta de préstamos bancarios incurren en costos asociados a la búsqueda de algún prestamista alternativo, lo que eleva aún más la

prima de riesgo y refuerza los efectos recesivos.

4. Interpretación del artículo en el Mercado Financiero Peruano

El mercado bancario en el Perú es una estructura imperfecta altamente concentrada, donde los ofertantes más grandes en escala son pocos y los demandantes son numerosos –incluso algunos agentes perciben barreras de entrada como la restricción al acceso de liquidez por la falta de garantía ante préstamos y por la propia informalidad intrínseca nacional, esto está altamente relacionado al canal de balance descrito por Bernanke-. Sin embargo, la concentración de un mercado no otorga muchas luces sobre el nivel de competencia interna –el número de empresas no es un factor determinista de la interacción-, por ello, Pizarro y Caballero (2009) exclaman lo siguiente: “asociar la concentración bancaria a prácticas restrictivas de la libre competencia es un mito. Los mercados más concentrados no necesariamente son anticompetitivos”.

No obstante, hay datos insoslayables que pueden ser relevantes, por ejemplo, Rosales (2023) acota que: “Analizando la banca local, se puede observar que son cuatro los bancos que representan el 82.6% del total de activos del sistema, así como el 83.02% y 82.56% del total de créditos y depósitos, respectivamente. Estas instituciones son el Banco de Crédito del Perú (BCP), BBVA Perú, Scotiabank e Interbank”.

Esta configuración industrial concentrada por el lado de la oferta ha tenido lugar por razones diversas, de las cuales, Jopen (2013) rescata que un gran número de bancos optó por este tipo de acciones –cerrar o retirarse del mercado– debido a que incumplían las condiciones mínimas de estabilidad y solidez que el PCSF exigía a los bancos.

Bajo la idea anterior, observar la alta concentración del mercado y la reducida cúpula de entidades

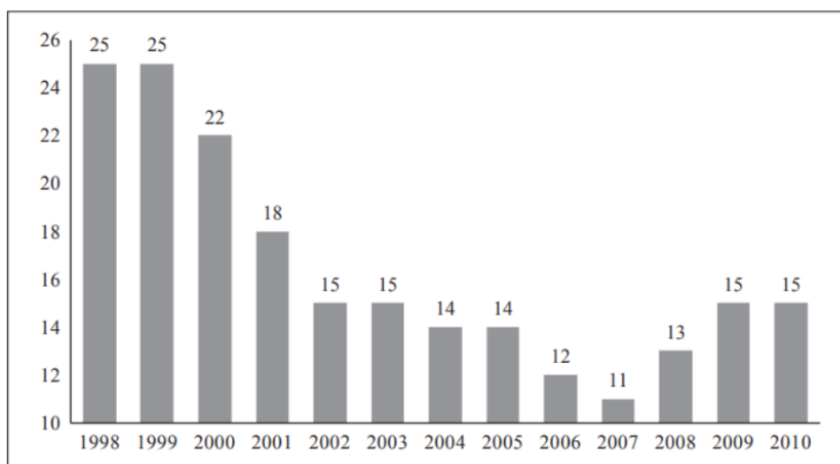


Figure 5. Número de empresas bancarias entre 1998 y 2010

Fuente: SBS. Elaborado por Jopen (2013)

bancarias que predomina en el sector no debería ser, en principio, alarmante –al menos no con la información hasta ahora brindada–.

Sin embargo, esta concentración bancaria “podría” desencadenar ciertas conductas entre las firmas que pueden no ser de beneficio común para el mercado, ante ello Jopen (2013) sugiere que:

La concentración bancaria puede desembocar en: comportamiento colusivo, en perjuicio de los demandantes; control sobre las tasas de interés de mercado, manteniéndose elevadas tasas de interés

por créditos; incremento de los problemas relativos a la información asimétrica; y sobre todo en la generación de una concentración no solo de mercado, sino también de riesgos (p. 83).

En todo mercado –salvo donde se presume la existencia de carteles o cooperaciones–, las firmas compiten por la repartición de la demanda, este mercado no es la excepción –esa competencia puede darse por variedad de productos, por publicidad, por innovación, por precios, por cantidades, entre otros–. En el caso del mercado bancario local, la tasa de interés activa y pasiva otorgada por cada banco comercial cobra relevancia en el análisis. Sobre esa dicotomía de tasas y su importancia en el funcionamiento del sistema financiero, Jopen (2013) menciona que los depósitos captados a través de una tasa pasiva de depósitos son el input necesario para la provisión de créditos, con una tasa mayor. Precisamente, en ese diferencial de tasas radica el negocio o spread bancario. Es más, el Banco Mundial (2018) a través del Global Financial Development Report, reconoce la siguiente cuestión: El sistema financiero exhibe bajos niveles de eficiencia en comparación con el resto de países de América Latina y OCDE, uno de los indicadores que refleja ello es el alto spread y la limitada bancarización –entre los dos se retroalimentan formando un círculo vicioso de mayor spread y menor acceso al crédito–. Respecto a esta coyuntura, la diferencia entre tasas se eleva al 14,4%, superando con creces al promedio de América Latina y OCDE –8,7% y 3,3%, respectivamente–. Francke (2019) refuerza la idea con lo siguiente: “Para poder cobrar altas tasas de interés mantienen escaso el crédito. Apenas 5 por ciento de las microempresas peruanas y 43 por ciento de las pequeñas empresas logran tener acceso al financiamiento”.

La determinación del spread bancario es un tema bastante denso en la literatura porque hay múltiples determinantes que inciden primero en los tipos de interés; al respecto, Zambrano, Vera y Faust (2000) aseveran que la situación dispar entre tasas que ocurre en Perú es un impedimento para la expansión de la actividad de intermediación, pues bajos rendimientos sobre los depósitos desincentivan a potenciales ahorristas ya que tendrán menor retorno por su dinero, y altas tasas sobre préstamos reducen las intenciones de generar mayor inversión ya que tendrán que devolver un monto superior (mayor costo financiero). Los autores señalan que altos niveles de spread bancario pueden deberse a factores inherentes a la estructura del sistema –elevados costos operativos– y a comportamientos no competitivos –ejercicio de poder de mercado–.

Con la información previa, se pretende enlazar las reacciones de política monetaria que impactan inicialmente en el sistema bancario peruano, y que posteriormente repercuten en el sector real. Exactamente, el sistema financiero peruano exhibe características que lo conectan directamente con los mecanismos de transmisión de la política monetaria descritos por Bernanke y Gertler a través del canal del crédito, que incluye tanto el canal del balance como el canal de préstamos bancarios. Ambos mecanismos reflejan cómo las condiciones del sistema bancario y las posiciones financieras de los agentes afectan la inversión, el gasto y, en última instancia, la producción. A continuación, se desagregan ambos canales:

4.1 Canal de balance

En primera instancia, se tiene el análisis de la posición financiera débil de los agentes. La alta informalidad y las restricciones para acceder a garantías en Perú (por ejemplo, bienes inmuebles) debilitan la posición financiera de los prestatarios. Esto lleva a un aumento en la prima de financiación externa que enfrentan, lo cual incrementa el costo de los préstamos. Como resultado endógeno, muchas microempresas y pequeñas firmas no pueden financiar sus operaciones o proyectos de inversión –desinversión–.

Por otro lado, cuando el Banco Central eleva la tasa de interés de referencia como parte de una política monetaria contractiva o ajuste monetario se produce un aumento de las tasas activas de los bancos

-vía políticas de extracción de fondos-, y un deterioro de los activos de los prestatarios -por ejemplo, menor valor de propiedades o activos financieros-. Asimismo, para los agentes que ya eran deudores, esto se reproduce como un incremento en los costos de servicio de la deuda (especialmente para créditos con tasas variables), debilitando aún más la posición financiera de los agentes económicos. En el caso peruano, este canal se traduce en un menor acceso al crédito, lo que limita el consumo y la inversión privada, reduciendo la demanda agregada y, por ende, el nivel de producción.

4.2 Canal de préstamos

El canal de préstamos se focaliza en cómo las condiciones de los bancos y la política monetaria autónoma local afectan la oferta de crédito. En el Perú, la alta concentración del sistema bancario tiene efectos relevantes: Con cuatro bancos dominando más del 82% del mercado, la oferta de crédito depende en gran medida de estas instituciones. La alta concentración y el spread bancario elevado limitan la intermediación financiera, lo que restringe el acceso al crédito, especialmente para pequeñas empresas y agentes informales. Asimismo, hay restricción en periodos de política monetaria contractiva, esto se manifiesta en un ajuste monetario -por ejemplo-, dado que los bancos trasladan este costo a los prestatarios mediante un incremento de las tasas activas. Esto afecta la capacidad de los bancos de mantener una oferta de crédito estable, especialmente en sectores de mayor riesgo, generando una reducción en los depósitos y en la disponibilidad de fondos prestables -desintermediación-.

5. Conclusiones

La investigación de Bernanke y Gertler sobre el “canal crediticio” de la transmisión de la política monetaria como una aclaración de la caja negra proporciona un marco teórico robusto que desafía las propuestas teóricas tradicionales sobre cómo las políticas monetarias impactan la economía. En lugar de limitarse a la relación directa entre tasas de interés –costo de capital o endeudamiento– y gasto agregado –demanda final–, los autores argumentan que el funcionamiento del sistema bancario y las condiciones de los prestatarios son determinantes en este proceso.

La propuesta teórica de los autores identifica dos subcanales de transmisión que propagan o amplifican el efecto tradicional: el canal del balance y el canal de préstamos bancarios. El canal del balance se refiere a cómo el patrimonio neto de los agentes económicos influye en su capacidad para acceder a financiamiento al ser evaluados como riesgosos. En contextos como el peruano, donde la informalidad y la falta de garantías son evidentes, los prestatarios enfrentan primas de riesgo más altas, lo que incrementa el costo del crédito y, por ende, desincentiva la inversión con mayor impacto. Esto se traduce en una menor capacidad de respuesta a las políticas monetarias expansivas, ya que los agentes, al verse limitados por su posición financiera, optan por reducir su gasto en bienes de capital y consumo.

Por otro lado, el canal de préstamos bancarios destaca la importancia de la intermediación financiera en la transmisión de políticas. La estructura del sistema bancario, caracterizada por altos niveles de spread y costos operativos, puede obstaculizar la efectividad de las políticas monetarias. Cuando los bancos enfrentan restricciones en su capacidad de prestar, la transmisión de las tasas de interés al sector real se ve comprometida, lo que limita el impacto de las decisiones del banco central, acción que en el Perú no se manifiesta, dado que aunque el mercado financiero no es altamente integrado, sí hay movimiento de flujos ante un choque monetario.

Seguido a ello, el trabajo agrupa las respuestas de la economía a los shocks de política monetaria, sugiriendo que la interacción entre las tasas de interés y otros factores, como la producción del periodo anterior y el flujo de efectivo, puede alterar la efectividad de las políticas. Esto implica que, en lugar de una relación lineal y directa, la respuesta de la economía depende del tiempo, magnitud y composición; y está sujeta a diversas distorsiones, como la información incompleta y el riesgo moral, que facilitan o complican la transmisión de las políticas.

En síntesis, la obra de Bernanke y Gertler enriquece la comprensión de la política monetaria, a la par que subraya la necesidad de considerar el contexto estructural del sistema financiero y las características financieras de los agentes económicos. Al hacerlo, apertura una lógica analítica más matizada y completa de cómo las políticas monetarias pueden ser diseñadas y aplicadas para lograr un impacto real y sostenible en la economía.

References

- [1] Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). *Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission*.
- [2] Cespedes, N. & Orrego, F. (2014). *Competencia Bancaria en el Perú*. Revista La Moneda (BCRP).
- [3] Delgado, L. & Valverde, S. (2022). *Determinantes del spread de tasas de interés (Activas vs pasivas) en la banca peruana*. Universidad del Pacífico.
- [4] Figueroa, A. (1981). *Ciencia y desarrollo: El papel de la ciencia económica*. PUCP.
- [5] Figueroa, A. (2016). *Rules for Scientific Research in Economics. The Alpha-Beta Method*.
- [6] Francke, P. (2019). *¿Qué hacer frente al oligopolio de la Banca?*. Artículo periodístico.
- [7] Jopen, G. (2013). *Poder de mercado, intermediación financiera y banca: un enfoque de organización industrial*.
- [8] Oscátegui Arteta, J. A. (2015). *Principales hipótesis sobre la crisis financiera internacional*. PUCP
- [9] Parodi Trece, C. (2015). *Anatomía de la crisis financiera de 2008*. Congreso Anual de la Asociación Peruana de Economía. Universidad del Pacífico.
- [10] Pizarro, L. y Caballero, R. (2009). *Acceso al sistema financiero y banca concentrada*. PUCP.
- [11] Rosales, G. (2023). *Competencia y eficiencia en el sistema bancario peruano: Análisis actual y oportunidades a futuro*. Universidad del Pacífico.
- [12] World Bank Group (2018). *Global Financial Development Report*.
- [13] Zambrano, Vera y Faust (2000). *Determinantes del spread financiero en Venezuela*. Revista BCV.