



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

Economía

Facultad de Economía y Finanzas

RELACIÓN ENTRE LA CURVA DE RENDIMIENTO SOBERANA Y EL COSTO DEL FINANCIAMIENTO CORPORATIVO EN EL PERÚ

**Trabajo de Suficiencia Profesional
presentado para optar al Título Profesional de
Licenciado en Finanzas**

**Presentado por
Alvaro Gabriel Inga Ramirez
Sebastian Antonio Javier Urcia Moreno**

Lima, febrero 2026



REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO
FACULTAD DE ECONOMÍA Y FINANZAS

A través del presente, la Facultad de Economía y Finanzas deja constancia de que el Trabajo de Suficiencia Profesional titulado *RELACIÓN ENTRE LA CURVA DE RENDIMIENTO SOBERANA Y EL COSTO DEL FINANCIAMIENTO CORPORATIVO EN EL PERÚ*, presentado por ALVARO GABRIEL INGA RAMIREZ, identificado con DNI N° 74323852, y SEBASTIAN ANTONIO JAVIER URCIA MORENO, identificado con DNI N° 76270514, para optar al Título Profesional de Licenciado en Finanzas, fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin el 13 de febrero de 2026. El siguiente fue el resultado obtenido:



De acuerdo con la política vigente, el porcentaje obtenido de similitud con otras fuentes se encuentra dentro de los márgenes permitidos.

Se emite el presente documento para los fines estipulados en el Reglamento de Grados y Títulos de la Facultad de Economía y Finanzas.

Lima, 20 de marzo de 2026

Juan Francisco Castro
Decano
Facultad de Economía y Finanzas

RESUMEN

El financiamiento corporativo en el Perú muestra condiciones muy distintas según el tamaño de las empresas y su acceso al mercado bancario o al mercado de capitales. Este estudio analiza la relación entre la curva de rendimiento soberana peruana y el costo que enfrentan las grandes corporaciones para financiarse. El trabajo se enfoca en empresas corporativas sofisticadas porque tienen acceso a múltiples fuentes de fondeo y los efectos en movimientos en las curvas de rendimiento se trasladan de manera más sensible en este segmento.

A través de la revisión de literatura teórica y evidencia empírica, tanto internacional como nacional, se examina cómo los cambios en los rendimientos de Bonos del Tesoro se trasladan hacia las tasas activas que cobran los bancos en la banca corporativa y en los spreads de bonos corporativos. Los resultados muestran una relación significativa entre ambas variables. Esta transmisión opera mediante canales directos, como el *pass-through* de tasas de mercado, y canales indirectos, como el efecto techo soberano en las calificaciones crediticias.

La evidencia internacional en mercados emergentes documenta un traslado promedio cercano al 100% (Li et al., 2021). Para el caso peruano, los estudios muestran transmisiones del 90-100% en tasas corporativas de largo plazo, con períodos de ajuste de dos a cinco meses (Lahura, 2017). Esto confirma que, para las grandes corporaciones peruanas, la curva soberana funciona como ancla fundamental del sistema de tasas. Las conclusiones tienen implicaciones prácticas para la gestión financiera corporativa y el diseño de políticas económicas.

Palabras clave: curva de rendimiento soberana, financiamiento corporativo, spread bancario, transmisión de tasas, grandes empresas, mercado de capitales

ABSTRACT

This research analyzes the relationship between the Peruvian sovereign yield curve and the cost of corporate financing. Given their access to multiple funding sources – including bank loans, domestic bond markets, and international capital markets – large corporations provide an appropriate framework to assess how macro-financial conditions are transmitted to borrowing costs.

Based on theoretical literature and empirical evidence from EM and Peru, this research evaluates the transition from sovereign bond yields to corporate lending rates and corporate bond spreads. The findings indicate a strong and nearly complete transmission. International evidence shows *pass-through* coefficients close to unity, while Peruvian studies estimate effects between 90% and 100%, with adjustment periods ranging from three to five months.

Transmission operates through several channels: the benchmark role of sovereign bonds as the risk-free reference rate, the sovereign ceiling effect on corporate credit ratings, and banking sector balance sheet adjustments. Overall, the sovereign yield curve functions as a fundamental anchor for domestic interest rates, with important implications for corporate financial planning and the effectiveness of monetary policy transmission mechanisms.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN.....	ii
ABSTRACT	iii
INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO I. TÍTULO.....	4
1.1 Subtítulo	2
1.2 Subtítulo	2
1.2.1 Subtítulo.....	2
CAPÍTULO II. TÍTULO	6
2.1 Subtítulo	3
2.2 Subtítulo	3
2.3 Subtítulo	3
2.3.1 Subtítulo.....	3
CONCLUSIONES.....	13
RECOMENDACIONES.....	14
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	16
ANEXOS	7

INTRODUCCIÓN

El sistema financiero peruano tiene una característica que marca profundamente quién accede al crédito y en qué condiciones: existe una polarización entre empresas grandes que pueden emitir bonos corporativos o acceder a créditos bancarios preferenciales, y las pequeñas y medianas empresas que enfrentan condiciones mucho más restrictivas. Esta segmentación no es solo administrativa. Refleja diferencias fundamentales en cómo las condiciones macroeconómicas y la política monetaria llegan al costo de financiamiento de distintos agentes económicos.

Durante los últimos años, el entorno de tasas ha cambiado bastante. Entre 2021 y 2023, el Banco Central de Reserva del Perú subió su tasa de referencia desde niveles históricamente bajos de 0.25% hasta 7.75%, respondiendo a presiones inflacionarias tanto globales como domésticas (BCRP, 2024). Este ajuste se transmitió con distintas velocidades e intensidades a través del sistema financiero. Las tasas corporativas bancarias para empresas de menor riesgo llegaron a situarse alrededor de 5.4-5.5% anual en octubre de 2024, mostrando un ajuste significativo respecto a niveles pre-pandemia. Al mismo tiempo, los rendimientos de bonos soberanos peruanos también subieron considerablemente, moviendo toda la estructura de tasas doméstica.

Las grandes corporaciones peruanas representan menos del 0.5% del total de empresas formales, pero concentran la mayor parte del crédito bancario corporativo y constituyen casi la totalidad de emisores de bonos corporativos. Para estas empresas, entender la relación entre la curva soberana y su costo de financiamiento es clave para tomar decisiones sobre estructura de capital, planificar emisiones y gestionar riesgos financieros. Como señala Levine (1997), las tasas de interés son un elemento fundamental de cualquier economía porque determinan el acceso al crédito que permite a los ahorristas e inversionistas financiar proyectos que contribuyen al crecimiento económico.

Estas empresas acceden típicamente a varias fuentes de financiamiento: créditos bancarios a tasas preferenciales, emisiones de bonos en el mercado local por montos entre USD 100-150 millones, y emisiones en mercados internacionales por montos superiores a USD 500 millones (Chávez et al., 2020). Cada fuente responde de manera distinta a los cambios en la curva soberana, operando mediante canales de transmisión diferenciados.

El objetivo de este trabajo es analizar la relación entre la curva de rendimiento soberana peruana y el costo del financiamiento corporativo, acotando el análisis a grandes corporaciones que tienen acceso a distintas fuentes de fondeo. Esta delimitación es importante porque el impacto es más relevante y los mecanismos de transmisión funcionan con mayor claridad en este segmento, donde los problemas de información asimétrica son menores y la integración con mercados internacionales es más directa.

Justificación

Esta investigación se justifica desde tres perspectivas. Primero, desde el punto de vista teórico, ayuda a documentar cómo las condiciones macroeconómicas reflejadas en activos soberanos se transmiten hacia las decisiones de empresas individuales. Este nexo entre lo macro y lo micro es un área activa de investigación en finanzas corporativas y economía monetaria. Como plantean Wong (1997) y Bocola (2014), entender estos mecanismos de transmisión es fundamental para comprender el funcionamiento del sistema financiero en su conjunto.

Segundo, desde una perspectiva práctica, este trabajo ofrece a los gestores financieros corporativos información organizada sobre cómo anticipar y manejar cambios en su costo de capital cuando se mueve la curva soberana. Esto tiene aplicaciones directas en la planificación financiera de las empresas. En un entorno donde los costos de financiamiento pueden cambiar significativamente en períodos cortos, como vimos durante el ciclo restrictivo de 2021-2023, contar con herramientas para anticipar estos movimientos resulta valioso.

Tercero, desde la política económica, aporta evidencia sobre qué tan efectiva es la transmisión de política monetaria hacia las grandes corporaciones. Esta información es valiosa para diseñar intervenciones que busquen profundizar el mercado de capitales doméstico. Como señalan Brock y Rojas (2000) para el contexto latinoamericano, la efectividad de la intermediación financiera puede afectar positiva o negativamente a la economía a través del impacto que tienen las tasas de interés en los retornos al ahorro y a los proyectos de inversión.

Hipótesis

La hipótesis central de esta investigación es que existe un impacto significativo del rendimiento de la curva soberana sobre las tasas activas corporativas que cobran los bancos a grandes corporaciones. Específicamente, espero que cuando suben los rendimientos de bonos soberanos de ciertos plazos, esto se transmita de manera importante hacia las tasas corporativas bancarias de plazos equivalentes y hacia los spreads de bonos corporativos emitidos por grandes empresas peruanas.

Esta transmisión operaría a través de varios canales que se refuerzan mutuamente. Primero, el *pass-through* directo de tasas de mercado, donde la curva soberana funciona como activo de referencia libre de riesgo del sistema financiero doméstico. Segundo, el efecto sobre las calificaciones crediticias corporativas mediante el mecanismo del techo soberano. Tercero, cambios en las condiciones de liquidez del sistema financiero cuando los bancos ajustan sus portafolios de activos ante movimientos en la curva soberana.

Objetivos

Objetivo general

Analizar la relación entre la curva de rendimiento soberana peruana y el costo del financiamiento corporativo para grandes empresas, identificando los mecanismos de transmisión y cuantificando su magnitud mediante la revisión de evidencia empírica existente.

Objetivos específicos

1. Desarrollar un marco teórico que identifique los fundamentos conceptuales de la relación entre tasas soberanas y corporativas, revisando los principales modelos teóricos y evidencia internacional.
2. Examinar la evidencia empírica internacional sobre la transmisión de rendimientos soberanos hacia tasas corporativas en mercados emergentes, identificando patrones comunes y factores condicionales.
3. Analizar la evidencia específica para el caso peruano, enfocándose en estudios sobre transmisión de tasas de interés de política monetaria y el funcionamiento del mercado de bonos corporativos.
4. Identificar implicaciones prácticas para la gestión financiera corporativa y recomendaciones de política económica orientada al desarrollo del mercado de capitales.

Estructura del trabajo

Este documento se organiza en tres capítulos principales. El Capítulo I desarrolla el marco teórico, presentando los conceptos clave sobre la curva soberana como activo de referencia, la polarización del acceso al financiamiento en Perú, la descomposición del costo de deuda

corporativa, el efecto techo soberano en calificaciones, y los mecanismos de transmisión de tasas soberanas a spreads corporativos.

El Capítulo II revisa la evidencia empírica, analizando primero estudios internacionales sobre el *pass-through* en economías emergentes y luego estudios específicos para el Perú que documentan la transmisión de política monetaria hacia tasas corporativas. Esta revisión permite contrastar la experiencia peruana con patrones observados en otros mercados emergentes.

El Capítulo III presenta las conclusiones derivadas de la revisión teórica y empírica, junto con recomendaciones dirigidas a tres audiencias distintas: gestores financieros corporativos, formuladores de política económica enfocados en el desarrollo del mercado de capitales, y futuros investigadores interesados en profundizar estos temas.

CAPÍTULO I. MARCO TEORICO

1.1 La curva de rendimiento soberana como activo de referencia

La curva de rendimiento soberana representa la relación entre el plazo y el rendimiento de bonos emitidos por el gobierno. En sistemas financieros bien desarrollados, esta curva funciona como activo de referencia sobre el cual se construye toda la estructura de tasas doméstica (Pérez y Ruiz, 2021). Para el caso peruano, el Ministerio de Economía ha venido desarrollando el mercado de bonos soberanos desde inicios de los años 2000.

El rol de la curva soberana como ancla opera mediante varios mecanismos. Primero, los bonos soberanos son los instrumentos de mayor liquidez en el mercado de renta fija doméstico, lo que genera precios confiables. Segundo, los intermediarios financieros mantienen portafolios significativos de bonos soberanos por regulación y gestión de liquidez. Tercero, las metodologías de valoración de riesgo crediticio corporativo toman rendimientos soberanos como punto de partida o “benchmark” sobre el cual se agregan spreads en relación al riesgo que representa dicha corporación en comparación al riesgo gobierno peruano.

1.2 Polarización del acceso al financiamiento

El sistema financiero peruano presenta una marcada heterogeneidad en las condiciones de acceso al crédito según tamaño. Esta segmentación ha sido documentada por Chávez et al. (2020). Los autores muestran que menos del 0.5% de empresas formales acceden a financiamiento en condiciones corporativas preferenciales, mientras que pequeñas y medianas empresas enfrentan tasas significativamente superiores.

Las grandes corporaciones acceden a tres fuentes principales. Primero, créditos bancarios a tasas preferenciales de la banca múltiple. Segundo, emisiones de bonos en el mercado local. Según Chávez et al. (2020), el mercado de deuda corporativa representa aproximadamente 3.4% del PBI, con emisiones típicas entre USD 100-150 millones. Tercero, emisiones en mercados internacionales por montos superiores a USD 500 millones. Sin embargo, sobre este último, solo los más sofisticados tienen acceso a estas emisiones.

1.3 El efecto techo soberano en calificaciones crediticias

Un mecanismo importante de transmisión es el efecto techo soberano. Históricamente, las agencias calificadoras asignaban a emisores corporativos calificaciones que no podían exceder la calificación soberana del país. El racional detrás es que, si el gobierno enfrenta problemas severos, es probable que imponga controles de cambio o restricciones que afecten la capacidad de pago de empresas domésticas.

Borensztein et al. (2007) analizan este mecanismo para economías emergentes. Los autores documentan que, aunque las agencias han flexibilizado la regla estricta, permitiendo en casos excepcionales que algunas corporaciones superen la calificación soberana por uno o dos *notches*, la restricción sigue siendo vinculante para la mayoría. Algunos casos puntuales podrían ser corporaciones que, si bien tienen su oficina principal en un determinado país, la mayoría de sus operaciones están por fuera. Un ejemplo de este efecto es el caso peruano, cuando la calificación soberana fue elevada a grado de inversión en 2008, esto permitió que las clasificaciones de riesgo de las corporativas peruanas mejoren hasta el grado de inversión, volviéndolos potenciales emisores atractivos de cara a inversionistas internacionales, incrementando la demanda por estos nombres y a su vez reduciendo sus costos de financiamiento significativamente.

1.4 Mecanismos de transmisión

La literatura identifica varios canales de transmisión, siendo el primero el *pass-through* directo. Como la curva soberana funciona como activo libre de riesgo, cambios en rendimientos soberanos afectan directamente el costo de deuda corporativa del mismo plazo. Este canal opera con fuerza para empresas que emiten bonos que en la práctica son valorizados mediante spreads sobre curva soberana.

El segundo canal opera mediante el efecto sobre calificaciones crediticias. Bocola (2014) documenta este mecanismo para el caso europeo durante la crisis de 2010-2012. El autor

muestra que incrementos en spreads soberanos se transmitieron rápidamente hacia spreads corporativos mediante rebajas de calificación.

Un tercer canal funciona mediante el balance de los intermediarios. Los bancos mantienen portafolios significativos de bonos soberanos. Cuando rendimientos soberanos suben abruptamente, esto genera pérdidas de valoración, deteriorando capital y potencialmente forzando contracciones de crédito. Bocola (2014) demostró que aproximadamente 30-40% del incremento en spreads soberanos se transmite a tasas de préstamos dentro de tres meses mediante este mecanismo.

Un cuarto canal identificado por Eller y Reininger (2016) opera mediante costos de fondeo bancario. En condiciones normales, rendimientos soberanos influyen como tasa de referencia. Durante períodos de estrés, pueden influir adicionalmente mediante primas de riesgo más altas y elevando costos de fondeo mayorista cuando inversionistas requieren primas más altas.

CAPÍTULO II. EVIDENCIA EMPÍRICA

Este capítulo revisa evidencia empírica relevante. Primero se presentan estudios internacionales que analizan el *pass-through* en economías emergentes. Segundo, se examinan investigaciones enfocadas en el caso peruano.

2.1 Evidencia internacional

2.1.1 Brock y Rojas (2000)

Este estudio analiza varios países latinoamericanos, incluyendo Perú. Los autores encuentran que son los altos costos operativos y las presiones tributarias las que impulsan los altos spreads de la región en relación con países desarrollados. Para el caso peruano específicamente, encuentran una relación positiva entre el ratio de liquidez y los spreads bancarios. Esto muestra la relación de poseer activos de bajo retorno con los spreads.

El ratio de costos operativos mantiene una relación positiva con los spreads en todos los países de la muestra. Esto muestra que los altos costos operativos explican los spreads bancarios en Latinoamérica. Curiosamente, el estudio mostró una relación negativa entre los préstamos de cobranza dudosa y los spreads. Este resultado podría deberse a provisiones inadecuadas que llevan a los bancos a cobrar menos para minimizar pérdidas.

2.1.2 Gelos (2006)

Gelos encuentra que los spreads bancarios en América Latina sobrepasan los estándares internacionales. Esto está en línea con instituciones menos eficientes, lo que refleja baja competitividad de los sistemas financieros de la región. Los determinantes que identifica son: los derechos de los prestamistas y la calidad del marco legal, el grado de competencia, las condiciones macroeconómicas, el régimen impositivo y los requerimientos de reserva, el acceso a información de prestatarios, y la regulación bancaria.

El autor señala que menores diferenciales están asociados con menor morosidad y leyes que respalden a prestamistas. Un escenario competitivo presionaría los spreads a la baja. La volatilidad macro puede incrementar incumplimientos. El autor considera que los encajes son remunerados a tasas menores que las tasas activas. La simetría del historial de clientes incrementaría la eficiencia, reduciendo morosidad. Las barreras a la entrada reducen competitividad e incrementan diferenciales.

2.1.3 Eller y Reininger (2016)

Aunque enfocado en países europeos, este estudio aporta evidencia sobre los canales mediante los cuales rendimientos de bonos soberanos de largo plazo influyen en tasas de préstamos. Los autores encuentran que rendimientos soberanos tienen un impacto significativo sobre tasas de préstamos en la mayoría de países del área euro.

El marco conceptual distingue entre dos regímenes. En condiciones normales, los rendimientos soberanos influyen mediante su rol como tasa libre de riesgo. Durante estrés severo, pueden influir mediante dos canales adicionales: deterioro percibido en la solidez del sistema financiero cuando bancos tienen exposiciones a bonos soberanos, e incremento en costos de fondeo bancario.

Este mecanismo fue visible durante la crisis de deuda soberana europea entre 2010 y 2012. Bancos de países periféricos mantenían exposiciones significativas a deuda soberana. Cuando spreads se ampliaron, esto generó pérdidas en portafolios bancarios, forzando a algunos a contraer significativamente su oferta de crédito.

2.1.4 Li, Magud, Werner y Witte (2021)

Este trabajo del FMI analiza la relación de largo plazo entre rendimientos soberanos y corporativos en economías emergentes usando técnicas de cointegración. Los hallazgos revelan que existe un *pass-through* casi completo desde rendimientos soberanos hacia corporativos. En promedio, el coeficiente de largo plazo se ubica cerca de 1.0. Esto implica que un incremento

de 100 puntos básicos en rendimientos soberanos se asocia con un incremento de aproximadamente 100 puntos básicos en los rendimientos corporativos.

El estudio identifica dos mecanismos. El primero opera a través del riesgo de transferencia. Cuando el riesgo soberano se deteriora, aumenta la probabilidad de que problemas del gobierno se transmitan al sector corporativo mediante controles de cambio, cambios regulatorios o restricciones en remisión de divisas. Este efecto es particularmente pronunciado en mercados emergentes donde las instituciones legales son menos desarrolladas.

El segundo mecanismo funciona a través de primas de liquidez. Los bonos soberanos son más líquidos que bonos corporativos, especialmente en economías emergentes. Los autores encuentran que el *pass-through* es menor en países donde los bonos soberanos son menos líquidos. Sin embargo, incluso controlando por liquidez, el *pass-through* permanece más fuerte en países con calificaciones soberanas más bajas.

La sensibilidad también depende de las calificaciones de los bonos corporativos y sus plazos. La sensibilidad es particularmente fuerte para bonos corporativos de menor calificación y mayor plazo. Durante episodios de estrés soberano, los inversionistas aplican descuentos adicionales a emisores más vulnerables.

2.2 Evidencia peruana

2.2.1 Coronado (2000)

Coronado explora la evolución de tasas de interés para el periodo 1994-1999, años en los cuales el incremento en riesgo país y menor calidad crediticia influyeron en las decisiones bancarias. Durante este periodo el sistema financiero pasó por cambios importantes, incluyendo fusiones y la promulgación de la Ley 26702.

El autor utiliza el método de maximización del beneficio, apoyándose en Baltensberger (1980) y Catao (1998). Las restricciones son los requerimientos de reserva, la adecuación de capital, y el balance contable. Coronado aplica conceptos de cointegración, permitiendo observar la relación de corto plazo asumiendo una de largo plazo entre variables explicativas y spreads.

Los resultados indican que el costo marginal y el indicador de calidad de cartera en moneda nacional tienen naturaleza preponderante en la fijación del spread. El coeficiente de volatilidad del tipo de cambio también es significativo. El PBI tiene relación inversa con el spread en

moneda nacional, en línea con que mejores condiciones macro mejoren la calidad de cartera. Los ciclos económicos están altamente relacionados a la volatilidad de los spreads. El impacto del encaje es mayor en el *spread* en moneda extranjera.

2.2.2 Yi e Ibáñez (2005)

Este estudio estima un modelo por mínimos cuadrados en dos etapas para enero 1998 a junio 2003. En la primera ecuación, la tasa activa es función de la tasa pasiva, costos operativos, otros ingresos, volumen del sistema, concentración bancaria, nivel de capitalización, riesgo crediticio, ROE y ROI. En la segunda ecuación, la tasa pasiva depende de la tasa activa, inflación, reservas bancarias, tasa interbancaria, nivel de encaje, riesgo país, concentración de depósitos, y tasa pasiva rezagada.

Los autores encuentran que la tasa pasiva y la activa son variables relevantes en ambas ecuaciones con coeficiente positivo, evidenciando interdependencia. Una conclusión principal fue la importancia de los costos operativos como determinante del spread. Esta variable resultó significativa y con el coeficiente más alto. Esto se explica por el tamaño pequeño y concentrado del sector bancario que no permite economías de escala.

Otras variables determinantes fueron el volumen del sistema, el riesgo crediticio y el nivel de reservas. La tasa pasiva rezagada fue significativa, destacando la importancia de la volatilidad en el tiempo. Las variables macroeconómicas como tasa interbancaria, nivel de encaje, riesgo país e inflación no fueron significativas. Los autores atribuyen esto a la estabilidad macroeconómica durante el período.

2.2.3 Espino y Carrera (2006)

Este estudio especifica un modelo de datos de panel de efectos fijos tomando el margen financiero como variable dependiente para el primer trimestre de 1995 al segundo trimestre de 2004. Se estima un modelo agregado y modelos para margen en soles y dólares. El modelo incluye tasa de morosidad, nivel de liquidez, posición en acciones, costos administrativos, participación de mercado, tasa Libor, variación en tipo de cambio, e inflación.

Los resultados del modelo agregado muestran que, salvo morosidad, las demás variables microeconómicas son significativas. Entre las macroeconómicas, solo inflación resultó significativa. Al estimar el modelo para moneda nacional, morosidad y variación en tipo de cambio cobran relevancia, pero se pierde significancia en liquidez, acciones y participación. Se

mantienen inflación y gastos administrativos. Para moneda extranjera, los gastos administrativos no son significativos, pero se mantiene inflación y morosidad. La participación vuelve a ser relevante.

La principal conclusión es que la concentración bancaria mantiene una relación directa y significativa con el spread al evaluar el modelo agregado, aunque el impacto es reducido. La significancia se mantiene solo para el spread en soles. El estudio también encontró relaciones significativas entre el spread y gastos administrativos, liquidez, posición en acciones, e inflación.

2.2.4 Lahura (2017)

El trabajo de Lahura constituye la referencia más relevante sobre transmisión de tasas de política monetaria hacia tasas activas corporativas en Perú. Aunque el foco está en la tasa de política y no en rendimientos de largo plazo, sus hallazgos son fundamentales porque la tasa de política constituye el extremo corto de la curva soberana.

Lahura estima el efecto de cambios en la tasa de política sobre tasas activas y pasivas usando modelos de corrección de errores. El análisis abarca tasas activas de préstamos corporativos, grandes y medianas empresas, diferenciando entre corto plazo (hasta 360 días) y largo plazo. El período comprende agosto 2010 a mayo 2017.

Los resultados revelan tres hallazgos. Primero, el efecto traspaso es mayor sobre tasas activas corporativas de corto plazo, alcanzando aproximadamente 90% en el largo plazo. Para préstamos de largo plazo, el *pass-through* se incrementa hasta aproximadamente 100%. Segundo, la velocidad varía según plazo. Para corto plazo, aproximadamente 50% del ajuste ocurre dentro del primer mes, completándose en tres meses. Para largo plazo, el ajuste completo toma cuatro a cinco meses.

Tercero, existe evidencia de asimetrías. El *pass-through* tiende a ser más completo y rápido durante incrementos de tasas comparado con reducciones. Lahura también documenta que las tasas pasivas exhiben un *pass-through* menor (40-50%), implicando que los spreads bancarios se amplían durante ciclos restrictivos y se comprimen durante expansivos.

2.2.5 Huanca (2017)

Huanca especifica un modelo de datos de panel tomando la tasa activa como variable dependiente. El período abarca julio 2005 a junio 2015. Un aporte importante es que estima el

modelo a nivel de todo el sistema y a nivel de segmentos, permitiendo identificar si determinantes son significativos solo agregadamente o por segmentos.

Entre las variables microeconómicas se incluyen tasa pasiva, participación de mercado, concentración, aversión al riesgo, riesgo de crédito, tamaño de operaciones, y costo de provisión de servicios. Las macroeconómicas son volatilidad de tasa de mercado, variación de tipo de cambio, variación de IPC, y crecimiento PBI.

Los resultados muestran que el costo de fondeo es determinante a nivel agregado, mas no por segmento. Esto indica que las entidades tienen una estrategia agregada para financiar el total de segmentos. El margen de otros bancos no fue relevante agregadamente, pero sí para segmentos comercial, microempresa e hipotecario, evidenciando que los bancos observan tasas de la competencia a nivel de segmentos.

La concentración no es determinante agregadamente, pero sí a nivel de segmentos comercial y consumo. La participación de mercado fue relevante agregadamente y en segmentos hipotecario y microempresa. El riesgo de crédito es determinante agregadamente y en segmentos comercial, microempresa e hipotecario. El costo operativo resultó relevante agregadamente y en segmentos comercial y microempresa. El tamaño del crédito fue relevante agregadamente y en todos los segmentos.

Respecto a variables macroeconómicas, riesgo de tasa y variación de actividad económica no son relevantes agregadamente, pero sí en algunos segmentos. El tipo de cambio es relevante agregadamente y en segmentos hipotecario y consumo. La inflación solo fue relevante a nivel de segmentos.

2.2.6 Chávez, Chicana y Cuba (2020)

Para comprender el contexto institucional de la transmisión vía bonos, el diagnóstico de Chávez y coautores es fundamental. Los autores documentan que el mercado de deuda corporativa permanece pequeño, representando aproximadamente 3.4% del PBI. El acceso está severamente restringido a empresas con alta calificación A+ o superior, con plazo promedio de 12 años.

Esto está explicado por el perfil de demanda dominado por fondos de pensiones y seguros que adquieren más de la mitad de las emisiones locales. Empresas que desean levantar montos superiores a USD 100-150 millones enfrentan insuficiente demanda local, obligándolas a emitir internacionalmente.

Esta polarización tiene implicaciones para los canales de transmisión. Para empresas que emiten bonos internacionales, el mecanismo opera mediante riesgo país reflejado en CDS soberanos y rendimientos de bonos en dólares. Para empresas que emiten localmente, el mecanismo opera mediante la curva soberana en soles que actúa como referencia explícita.

Los autores también señalan una asimetría tributaria importante. Los rendimientos de bonos soberanos están exonerados del impuesto a la renta, mientras que rendimientos corporativos están gravados con 5%. Esta diferencia genera una desventaja estructural que se refleja en spreads más amplios.

2.3 Síntesis de evidencia

La revisión de evidencia empírica revela patrones consistentes. Primero, en economías emergentes existe una relación de cointegración significativa entre rendimientos soberanos y corporativos, con *pass-through* de largo plazo cercano al 100%. Esta transmisión es condicional a características del país y de los instrumentos, pero la relación fundamental permanece fuerte.

Segundo, para el caso peruano, la transmisión de la tasa de política hacia tasas corporativas bancarias es significativa, alcanzando 90-100% en equilibrio de largo plazo. La velocidad de ajuste es relativamente rápida, con períodos de tres a cinco meses. Estos hallazgos son consistentes entre diferentes estudios usando distintas metodologías.

Tercero, existen asimetrías importantes. El *pass-through* es más completo y rápido durante incrementos de tasas comparado con reducciones. La transmisión es más efectiva hacia tasas activas que pasivas, implicando variabilidad en spreads bancarios a lo largo del ciclo. El *pass-through* también varía según características de los bancos, siendo más completo en bancos grandes.

Cuarto, el contexto institucional importa. El pequeño tamaño del mercado de deuda corporativa y la concentración en empresas de alta calificación implican que el canal bancario sigue siendo predominante. Sin embargo, emisiones internacionales proveen una vía alternativa donde la transmisión opera mediante spreads de riesgo país en mercados externos.

CONCLUSIONES

La relación entre la curva de rendimiento soberana peruana y el costo del financiamiento corporativo constituye un mecanismo fundamental de transmisión de condiciones macroeconómicas hacia decisiones de inversión. La revisión de literatura teórica y evidencia empírica permite concluir que esta relación es significativa, robusta y opera mediante múltiples canales.

La hipótesis central encuentra soporte sólido en la evidencia. Los estudios internacionales documentan que en economías emergentes el *pass-through* promedio es cercano al 100% (Li et al., 2021). Para el caso peruano, la transmisión de la tasa de política hacia tasas corporativas alcanza magnitudes del 90-100% en equilibrio de largo plazo, con períodos de ajuste de tres a cinco meses (Lahura, 2017). Esto confirma que la curva soberana actúa como ancla del sistema de tasas doméstico.

Los mecanismos operan simultáneamente con intensidades variables. El *pass-through* directo funciona mediante el rol de la curva soberana como activo de referencia. El efecto techo soberano limita calificaciones corporativas, generando co-movimiento en spreads de riesgo. Los canales bancarios transmiten cambios mediante ajustes en costos de fondeo.

Es importante destacar que estas conclusiones se aplican específicamente a grandes corporaciones. Para este segmento, los mecanismos funcionan con mayor claridad porque las fricciones de información asimétrica son menores y la integración con mercados internacionales es más directa. Para pequeñas y medianas empresas, la relación con la curva soberana es más indirecta.

Las asimetrías identificadas tienen implicaciones prácticas. El *pass-through* más completo y rápido durante incrementos de tasas sugiere que las corporaciones enfrentan ajustes más rápidos cuando las condiciones se endurecen. La mayor transmisión hacia tasas activas implica que los spreads bancarios se amplían durante ciclos restrictivos.

La evidencia de cointegración implica que cambios permanentes en la curva soberana se transmiten casi completamente hacia tasas corporativas en el largo plazo. Cambios temporales tienen efectos menos persistentes. Esta distinción tiene relevancia para gestores que buscan anticipar movimientos en su costo de capital.

RECOMENDACIONES

Para gestores financieros corporativos

Primero, incorporar monitoreo sistemático de la curva soberana en procesos de planeación financiera. La evidencia de transmisión significativa implica que movimientos en rendimientos soberanos proveen señales tempranas sobre cambios futuros en costos. Desarrollar modelos que estimen el impacto de escenarios alternativos permitiría anticipar presiones sobre rentabilidad.

Segundo, diversificar fuentes de financiamiento aprovechando las diferencias en velocidad y magnitud de transmisión entre mercados. Durante ciclos donde se anticipan incrementos en la curva soberana, asegurar financiamiento de largo plazo a tasas fijas antes del ajuste puede proveer ahorros. Durante ciclos de reducción, mantener flexibilidad mediante corto plazo puede permitir capturar beneficios.

Tercero, considerar estrategias de cobertura contra movimientos adversos cuando existen exposiciones significativas a tasa variable. Aunque el mercado de derivados en Perú es poco profundo, corporaciones con acceso a mercados internacionales pueden estructurar coberturas mediante swaps vinculados a rendimientos soberanos.

Para formuladores de política económica

Primero, profundizar el mercado de deuda corporativa mediante reformas que incrementen la demanda de inversionistas institucionales y reduzcan barreras regulatorias. La evidencia muestra que grandes corporaciones recurren a mercados internacionales para montos superiores a USD 100-150 millones, reflejando insuficiencia del mercado doméstico.

Segundo, evaluar la eliminación o reducción de la asimetría tributaria entre bonos soberanos y corporativos. La exoneración para bonos soberanos versus la tasa del 5% para corporativos genera una desventaja estructural que amplifica spreads. Reducir esta brecha podría mejorar la competitividad del mercado local.

Tercero, continuar fortaleciendo la transmisión de política monetaria mediante el desarrollo de mercados más profundos. La efectividad documentada representa un logro de las reformas desde los años 1990. Mantenerla requiere mercados bancarios competitivos y marcos regulatorios prudenciales.

Para futuros investigadores

Primero, desarrollar análisis empíricos que estimen directamente la relación entre rendimientos soberanos de distintos plazos y spreads de bonos corporativos peruanos. Acceso a bases de datos de transacciones de la BVL y estimación de modelos de cointegración permitiría cuantificar con mayor precisión la magnitud del *pass-through*.

Segundo, analizar heterogeneidades según características empresa-específicas como sector industrial, tamaño, estructura de propiedad y nivel de endeudamiento. La evidencia internacional sugiere que el *pass-through* es condicional a características de los emisores, pero estudios para Perú no han explorado sistemáticamente estas diferencias.

Tercero, investigar la efectividad relativa de distintos canales durante episodios de estrés financiero. Analizar episodios como la crisis de 2008-2009, el taper tantrum de 2013, o la pandemia de 2020-2021 permitiría identificar bajo qué condiciones la transmisión permanece efectiva versus cuándo se deteriora.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Central de Reserva del Perú. (2024). Memoria 2024. Lima: BCRP.

Bocola, L. (2014). The pass-through of sovereign risk. *Journal of Political Economy*, 124(4), 879-926.

Borensztein, E., Cowan, K., & Valenzuela, P. (2007). Sovereign ceilings "lite"? The impact of sovereign ratings on corporate ratings in emerging market economies. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 406-423.

Brock, P., & Rojas, L. (2000). Understanding the behavior of bank spreads in Latin America. *Journal of Development Economics*, 63, 113-134.

Cermeño, R., Dancourt, O., Ganiko, G., & Mendoza, W. (2015). Tasas de Interés Activas y Política Monetaria en el Perú: Un Análisis con Datos de Bancos Individuales. Documento de Trabajo 410, Departamento de Economía, Pontificia Universidad Católica del Perú.

Chávez, D., Chicana, D., & Cuba, W. (2020). Diagnóstico y propuestas para desarrollar el mercado de capitales peruano. Banco Central de Reserva del Perú, *Revista Moneda*, 181, 10-23.

Coronado, J. (2000). Determinantes del spread de tasas de interés: Maximización bancaria y ciclos económicos 1994-1999. Instituto Peruano de Economía.

Eller, M., & Reininger, T. (2016). The influence of sovereign bond yields on bank lending rates: the pass-through in Europe. *Focus on European Economic Integration*, (2), 54-78.

Espino, F., & Carrera, C. (2006). Concentración bancaria y margen de las tasas de interés en Perú. *Revista Estudios Económicos*, 13.

Flannery, M. J., Kwan, S. H., & Warusawitharana, M. (2012). Leverage expectations and bond credit spreads. *Journal of Financial Economics*, 106(2), 367-382.

Gelos, R. G. (2006). Banking spreads in Latin America. IMF Working Paper N° 06/44.

Huanca, A. (2017). El costo del crédito en el mercado peruano: ¿Determinantes microeconómicos o macroeconómicos en el período 2005-2015? (Tesis de Maestría). Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima.

Lahura, E. (2017). El efecto traspaso de la tasa de interés de política monetaria en Perú: Evidencia reciente. *Revista Estudios Económicos*, 33, 9-27.

Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.

Li, D., Magud, N. E., Werner, A., & Witte, S. (2021). The long-run impact of sovereign yields on corporate yields in emerging markets. *Journal of International Money and Finance*, 111, 102-324.

Pérez, F., & Ruiz, L. (2021). Estimación de la curva de rendimiento de bonos soberanos a través de un modelo de no arbitraje. Banco Central de Reserva del Perú, *Revista Moneda*, 187, 28-35.

Wong, K. (1997). On the determinants of bank interest margins under credit and interest rate risks. *Journal of Banking & Finance*, 21, 251-271.

Yi, F., & Ibañez, C. (2005). Análisis del spread financiero peruano: relevancia y determinantes. (Tesis de licenciatura). Universidad de Piura, Piura.