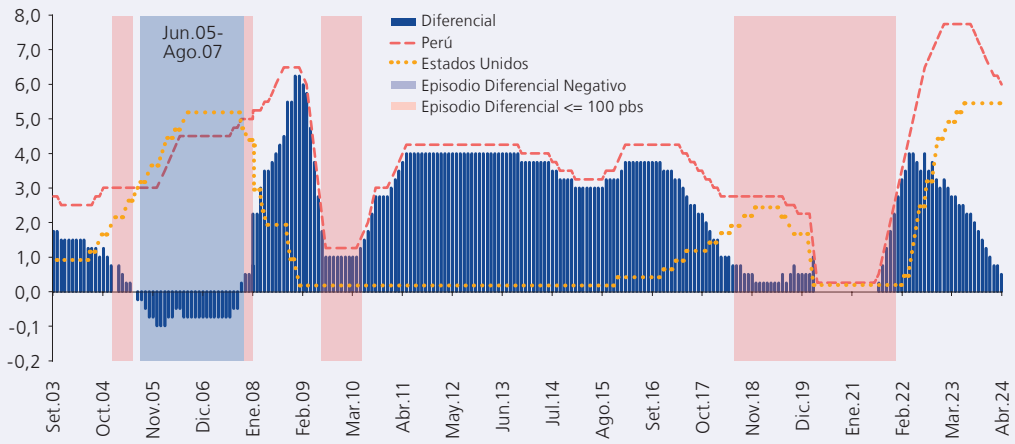
Recuadro 4
DIFERENCIAL NEGATIVO DE LAS TASAS DE POLÍTICA MONETARIA DE PERÚ Y ESTADOS UNIDOS EN 2005-2007

En este Recuadro se describe el contexto financiero y cambiario entre junio de 2005 y agosto de 2007, cuando la tasa de interés de referencia del BCRP se ubicó por debajo de la tasa de interés de política monetaria de la Fed por única vez desde que se utiliza la tasa de interés de referencia en Perú (setiembre de 2003). Este diferencial llegó a ser de 100 puntos básicos entre noviembre de 2005 y enero de 2006.

El diferencial negativo entre las tasas de interés de política ocurrió en un contexto de alzas de la tasa de la Fed –debido al sólido crecimiento en los Estados Unidos– y de precios minoristas afectados por las alzas de cotizaciones del petróleo y otros *commodities*. En el Perú, dado el episodio de *boom* de *commodities*, se registró una fuerte entrada de capitales y una consiguiente apreciación de la moneda local, así como altas tasas de crecimiento económico. Durante este periodo de diferencial negativo, la tasa de inflación promedio en los últimos doce meses en Perú fue de 1,5 por ciento y el crecimiento anual promedio del PBI fue 7,2 por ciento.

A junio el diferencial entre las tasas de interés de política monetaria entre Perú y Estados Unidos es positivo en 0,25 por ciento, y la evolución de este diferencial dependerá de las propias condiciones macroeconómicas de cada país. Sin embargo, el escenario base considera que la magnitud de este diferencial de tasas será pequeña en el horizonte de proyección.

TASAS DE POLÍTICA MONETARIA EN PERÚ Y ESTADOS UNIDOS
(En porcentaje)



Fuente: BCRP.

a. Tasas de interés

Durante este episodio, la tasa de interés de referencia se elevó de 3,00 a 4,75 por ciento. Esta variación (175 pbs.) fue absorbida rápidamente por la mayoría de las tasas de interés de corto plazo en soles, entre las cuales destaca la de préstamos interbancarios *overnight* (178 pbs.), depósitos a plazo de las empresas bancarias (156 pbs.) y preferencial activa corporativa a 3 meses (142 pbs.).[13]

13 No obstante, la tasa de interés del crédito hipotecario disminuyó en 368 pbs., influenciada por la reducción en la tasa de rendimiento del bono soberano a 10 años (170 pbs.), el aumento en la participación de los inversionistas no residentes en el mercado de bonos local (9 a 24 por ciento) y la mejora en el rating soberano durante 2006.

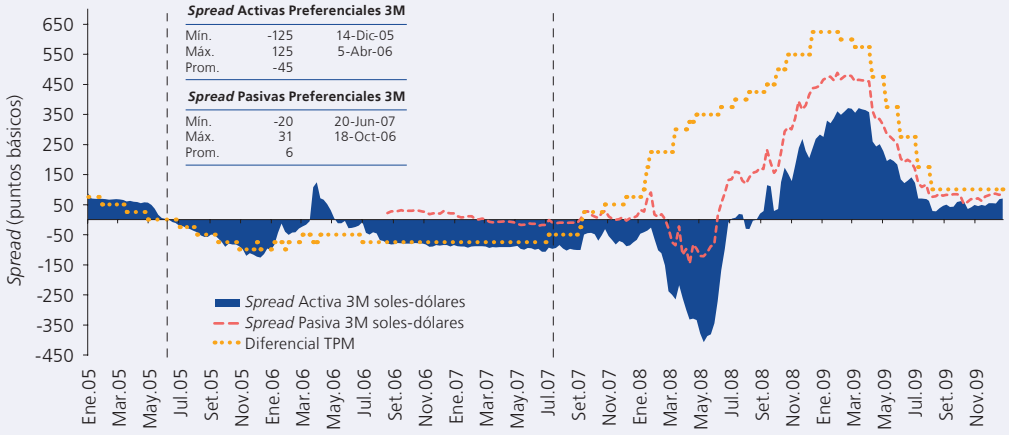
De igual manera, las tasas de interés en dólares locales cambiaron según el incremento en la tasa de la Fed de 3,25 por ciento en junio de 2005 a 5,25 por ciento en agosto de 2007 (200 pbs.), especialmente la tasa activa preferencial corporativa a 3 meses (231 pbs.), préstamos interbancarios *overnight* (226 pbs.) y depósitos a plazo (191 pbs.).

b. Diferencial de moneda en tasas de interés

El diferencial negativo o cercano a cero se trasladó rápidamente a las tasas de interés del sistema financiero. En primer lugar, se observó un diferencial negativo (soles menos dólares) entre las tasas de interés activas preferenciales a 3 meses entre junio de 2005 y marzo de 2006, y entre mayo de 2006 y junio de 2008. Un mes después (en julio de 2008) el diferencial volvió a ser positivo, a medida que el BCRP inició un nuevo ciclo de alzas en la tasa de referencia y la Fed comenzó a reducir su tasa de política.

Entre las tasas de interés pasivas preferenciales también se observó un diferencial negativo (soles menos dólares) entre febrero y setiembre de 2007, y por un corto periodo en diciembre de 2007. Posteriormente, durante la crisis *subprime*, este diferencial también se volvió negativo entre marzo y mayo de 2008.

DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y PASIVAS PREFERENCIALES A 3 MESES (SOLES MENOS DÓLARES) Y DIFERENCIAL DE TASAS DE POLÍTICA MONETARIA



Fuente: BCRP.

Los diferenciales también fueron negativos en otras tasas de interés. El diferencial entre la tasa de depósitos a plazo de las empresas bancarias y la tasa de referencia tuvo un comportamiento mixto, pero fue negativo entre setiembre y diciembre de 2005 y entre enero y setiembre de 2007. El diferencial entre las tasas de rendimiento de bonos soberanos y globales al plazo de 10 años fue negativo por un corto periodo de tiempo entre el 10 de mayo y el 11 de julio de 2007.[14]

c. Mercado cambiario

A lo largo del periodo se observó una tendencia apreciatoria del sol asociada a los sólidos fundamentos en el frente externo. Sin embargo, se registraron algunos episodios de volatilidad

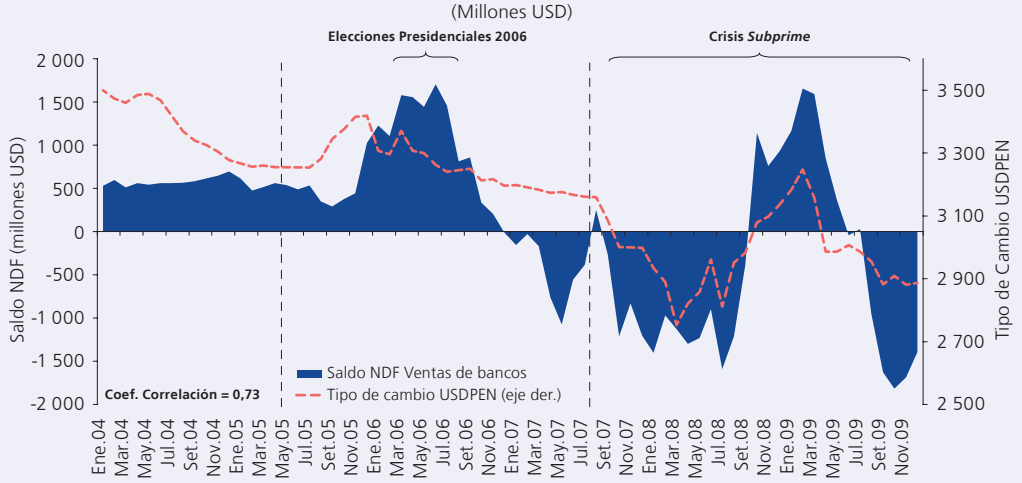
14 Por su parte, las tasas de interés promedio de crédito hipotecario en soles y dólares presentaron un diferencial negativo en algunos periodos cortos.

del tipo de cambio y de presiones depreciatorias, lo que estuvo asociado a la mayor demanda de dólares por parte de las AFP y al aumento de la incertidumbre política.

En el primer semestre de 2005, el sol se apreció por la tendencia positiva de la balanza de pagos[15], la desdolarización del sistema bancario y AFP, y por la reducción del riesgo país. Al inicio del periodo del diferencial negativo (mayo y junio de 2005), la volatilidad del sol fue baja (0,5 puntos porcentuales). Sin embargo, desde agosto de 2005 el tipo de cambio presentó una tendencia al alza por la mayor demanda de dólares de la banca y de las AFP, quienes recompusieron sus portafolios[16], así como por la incertidumbre generada por el inicio del proceso electoral de 2006. De ese modo, entre agosto y diciembre de 2005, la volatilidad del tipo de cambio subió a 4,2 puntos porcentuales.

Desde julio de 2006 se observó nuevamente una apreciación del sol, que se reflejó en la reducción del saldo de ventas netas *forward* de la banca desde un saldo positivo de USD 1 027 millones en diciembre de 2005 a un saldo negativo de USD 9 millones en diciembre de 2006. Entre diciembre de 2006 y setiembre de 2007, el tipo de cambio se apreció en 3,47 por ciento, en un entorno de debilitamiento del dólar a nivel global (7,09 por ciento) por los temores de una recesión en Estados Unidos, la crisis *subprime* y las reducciones sucesivas en la tasa de política de la Fed.

SALDO VENTA NETA DE *FORWARDS* DE EMPRESAS BANCARIAS Y TIPO DE CAMBIO USD/PEN
SALDO NDF VENTA DE EMPRESAS BANCARIAS



Fuente: BCRP.

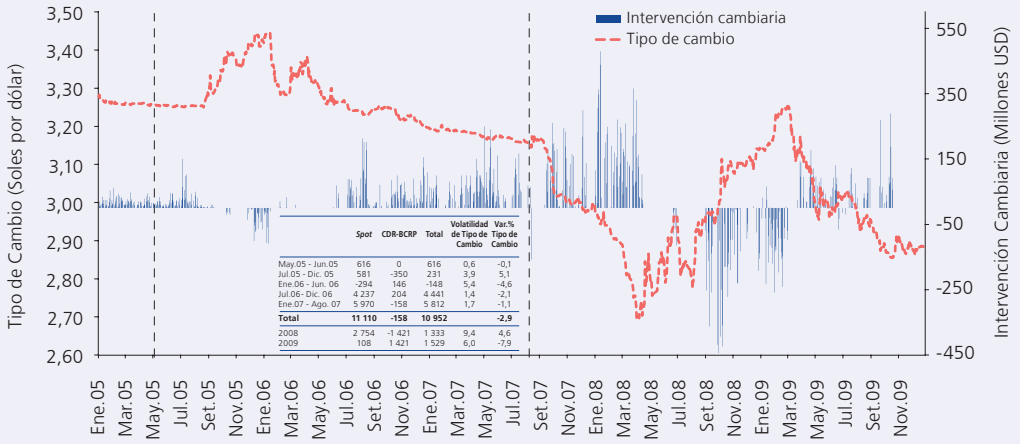
En este contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario mediante operaciones *spot* y con colocaciones de CDR BCRP para moderar la volatilidad del tipo de cambio. Entre mayo y julio de 2005, el BCRP intervino a través de compras en el mercado *spot* (USD 1 381 millones). Luego, entre agosto de 2005 y junio de 2006, el BCRP realizó ventas netas en el mercado *spot* por USD 478 millones y colocaciones netas de CDR BCRP por USD 204

15 El precio del cobre presentó una tendencia alcista hasta abril de 2006.

16 La rápida subida del tipo de cambio a partir del 24 de agosto tuvo su origen en la demanda puntual de dólares spot proveniente de las AFP (USD 284 millones), principalmente para la adquisición de bonos estructurados. Entre agosto 2005 y enero de 2006 las AFP demandaron USD 543 millones en el mercado spot. Desde noviembre de 2004 (Resolución SBS N° 1738-2004), las AFP tienen a los contratos forwards de monedas como alternativa para administrar el riesgo cambiario del portafolio. Con anterioridad, el riesgo cambiario era asumido por el portafolio, el cual reflejaba tal situación en la rentabilidad que generaba, y se señalaba que las AFP no podían utilizar instrumentos de cobertura para la administración del mencionado riesgo debido a que la regulación no lo permitía.

millones. Posteriormente, entre julio de 2006 y agosto de 2007, la posición del BCRP volvió a ser de demanda neta de dólares.

TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP 1/



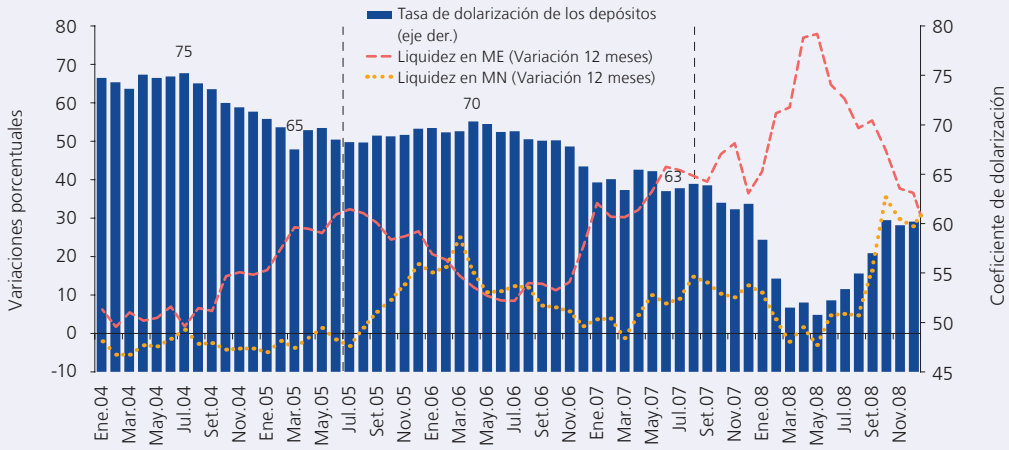
	Spot	CDR-BCRP	Total	Volatilidad de Tipo de Cambio	Var.% Tipo de Cambio
May.05 - Jun.05	616	0	616	0,6	-0,1
Jul.05 - Dic. 05	581	-350	231	3,9	5,1
Ene.06 - Jun. 06	-294	146	-148	5,4	-4,6
Jul.06 - Dic. 06	4 237	204	4 441	1,4	-2,1
Ene.07 - Ago. 07	5 970	-158	5 812	1,7	-1,1
Total	**11 110**	**-158**	**10 952**		**-2,9**
2008	2 754	-1 421	1 333	9,4	4,6
2009	108	1 421	1 529	6,0	-7,9

1/ Incluye Compras/ventas de dólares en el mercado *spot* y colocación neta de CDR BCRP.
Fuente: BCRP.

d. Dolarización

En el mercado monetario, la liquidez en soles mantuvo tasas de crecimiento superiores a la de la liquidez en dólares en la mayor parte del periodo. Al inicio, se observó una desaceleración de la liquidez en soles desde mediados de 2005, seguido de un periodo de alto crecimiento a partir de fines de 2006, que coincidió con la pausa en los incrementos en la tasa de referencia del BCRP y un diferencial negativo de tasas de 75 pbs. que se mantuvo por trece meses consecutivos.

DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS



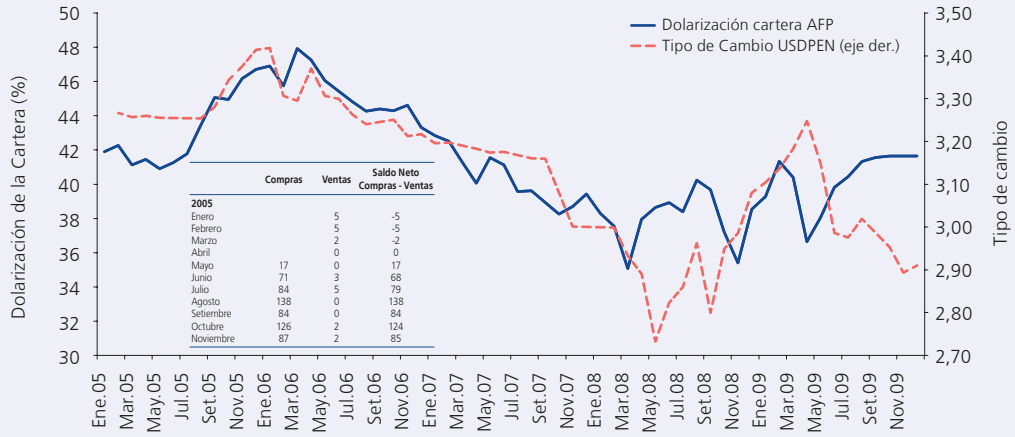
Fuente: BCRP.

Asimismo, se observó una reducción de la dolarización de los depósitos de las empresas bancarias, pese a la tendencia también creciente de la liquidez en dólares. Entre julio de 2004 y marzo de 2005, cuando el diferencial de tasas se venía reduciendo, la dolarización

disminuyó de 75,2 a 67,5 por ciento. Posteriormente, entre junio de 2006 y junio de 2007, la dolarización se redujo de 70,1 a 63,3 por ciento. Esta tendencia decreciente continuó hasta mayo de 2008.

Por su parte, las operaciones de las AFP con los bancos locales en 2005 se incrementaron paulatinamente, en línea con el aumento del límite permitido de inversiones en el exterior, generando presiones en el mercado cambiario. Así, los fondos de pensiones demandaron dólares en el mercado *spot* para la transferencia e inversión en el exterior.[17] La dolarización de la cartera de inversiones presentó una tendencia ascendente hasta marzo de 2006.[18]

DOLARIZACIÓN DE LA CARTERA DE LAS AFP Y TIPO DE CAMBIO



2005	Compras	Ventas	Saldo Neto Compras - Ventas
Enero		5	-5
Febrero		5	-5
Marzo		2	-2
Abril		0	0
Mayo	17	0	17
Junio	71	3	68
Julio	84	5	79
Agosto	138	0	138
Setiembre	84	0	84
Octubre	126	2	124
Noviembre	87	2	85

Fuente: BCRP y SBS.

Comentarios Finales

En el episodio de diferencial negativo de tasas de interés de política monetaria registrado entre 2005 y 2007, las tasas de interés del mercado monetario fueron influenciadas por los movimientos en las tasas de referencia del BCRP y la Fed. Así, el diferencial negativo entre estas se trasladó también a las demás tasas del sistema financiero. Durante este episodio se mantuvo el traspaso de los cambios en la tasa de referencia a las tasas de interés de corto plazo en soles, lo que es reflejo de la potencia del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En cuanto al mercado cambiario, aunque a lo largo del periodo se observó una tendencia apreciatoria de la moneda local asociada a los sólidos fundamentos macroeconómicos, se registraron episodios de mayor volatilidad del tipo de cambio y de mayor demanda de dólares por parte de las AFP en el

17 Las AFP también suelen ofertar dólares en el mercado de derivados con fines de cobertura de sus inversiones.

18 Por otro lado, los inversionistas no residentes incrementaron progresivamente su participación en el mercado de Bonos del Tesoro Público (BTP), así como sus operaciones en el mercado cambiario local. Esta mayor participación fue resultado de la mejoría en la calificación crediticia de la deuda soberana y la reducción del riesgo país. Así, entre mayo de 2005 y setiembre de 2007 la participación de los inversionistas no residentes aumentó de 9 a 24 por ciento.

mercado *spot,* y demanda de dólares *forward* por parte de los inversionistas no residentes. Asimismo, no se observó un incremento de la dolarización de los depósitos a pesar del diferencial negativo de tasas.

En la coyuntura actual se estima que la Fed iniciaría su ciclo de recortes de tasa en el último trimestre del año. Dada la proximidad de las tasas de política del BCRP y de la Fed, la evolución de estas tasas podría traer consigo un diferencial negativo de tasas de interés en los próximos meses. El escenario base considera que la magnitud del diferencial de tasas de interés sería pequeña en el horizonte de proyección. En la región, hay países que también están reduciendo su diferencial como Chile (de 175 a 25 pbs. desde junio de 2024) o haciéndolo más negativo como Costa Rica (de -25 a -75 pbs. desde fines de abril de 2024). En el Perú, la elevada credibilidad del BCRP le otorga la capacidad de ejercer una política monetaria contracíclica que dependerá de la información relevante sobre la inflación y sus determinantes, con el compromiso de mantener la inflación dentro del rango meta.