

Episodio de Diferencial Negativo de Tasas de Interés de Política Monetaria entre PERÚ Y ESTADOS UNIDOS: 2005-2007

CARLOS MONTORO*, FERNANDO PÉREZ**, MIRIAM LUNA*** Y FLAVIO ABANTO****



* Gerente de Política Monetaria del BCRP
carlos.montoro@bcrp.gob.pe



** Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP
fernando.perez@bcrp.gob.pe



*** Especialista sénior, Departamento del Programa Monetario del BCRP
miriam.luna@bcrp.gob.pe



**** Especialista, Departamento del Programa Monetario del BCRP
flavio.abanto@bcrp.gob.pe

En este artículo se describe el episodio en el que la tasa de política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) fue menor que la de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) entre 2005 y 2007. Se analiza la evolución en este periodo de las tasas de interés del sistema financiero, del mercado cambiario y de la dolarización de depósitos.

ANTECEDENTES

En los meses previos al episodio de diferencial negativo (de octubre de 2004 a mayo de 2005), el diferencial entre la tasa de interés de referencia del BCRP y la tasa de la Fed disminuyó de 125 puntos básicos a cero, en el contexto de alzas de la tasa de la Fed —debido al crecimiento sólido 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 y altas tasas de crecimiento económico (promedio de 7,2 por ciento).

EPISODIO DE DIFERENCIAL NEGATIVO (JUNIO DE 2005-AGOSTO DE 2007)

Posteriormente, entre junio de 2005 y agosto de 2007 la tasa de interés de referencia del BCRP se ubicó por debajo de la tasa de interés de política monetaria de la Fed¹ por única vez desde que se utiliza la tasa de interés de referencia (setiembre de 2003). La tasa de inflación promedio en los últimos doce meses en Perú durante el mencionado periodo fue de 1,52 por ciento (mínimo de 0,08 por ciento y máximo de 2,90 por ciento).

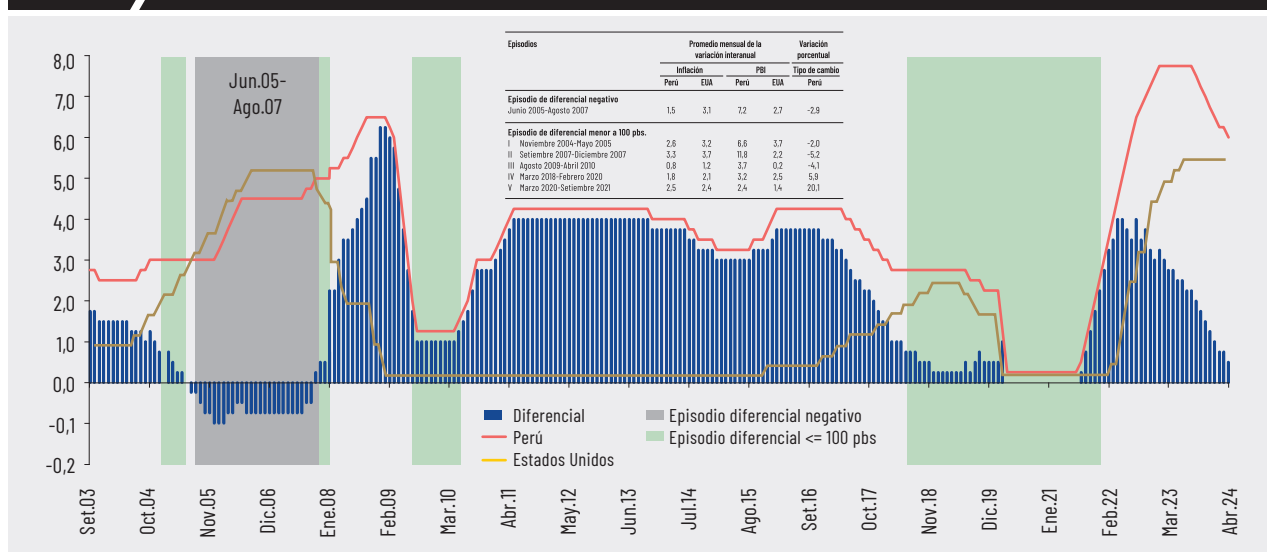
Durante este episodio, la tasa de interés de referencia se elevó de 3,00 a 4,75 por ciento. Esta variación (175 puntos básicos) fue absorbida rápidamente por la mayoría de las tasas de interés de corto plazo en soles, entre las cuales destaca la de préstamos interbancarios *overnight* (178 puntos básicos),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

De otro lado, en similar horizonte, la tasa de interés del crédito hipotecario disminuyó en 368 puntos básicos, influenciado por la reducción en la tasa de rendimiento del bono soberano a 10 años (170 puntos básicos), por el aumento en la participación de los inversionistas no residentes en el mercado de bonos local en el horizonte analizado (9 a 24 por ciento) y a la mejora en el *rating* soberano por parte de Fitch en agosto de 2006 (de BB a BB+), y de Standard and Poor's en noviembre de 2006 (de BB a BB+). Así, entre mayo de 2005 y setiembre de 2007 el riesgo país disminuyó de 281 a 137 puntos básicos, respectivamente (mínimo de 95 puntos básicos el 12 de junio de 2007 y máximo de 285 puntos básicos el 17 de mayo de 2005).

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 puntos básicos), especialmente la tasa activa preferencial corporativa a 3 meses (231 puntos básicos), préstamos interbancarios *overnight* (226 puntos básicos) y depósitos a plazo (191 puntos básicos).

En este episodio, e incluso hasta los meses previos a la crisis financiera internacional, se observaron a) *spreads* de moneda negativos (soles menos dólares) en las tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero de corto plazo y con bajo riesgo crediticio, b) una tendencia apreciativa del sol con algunos episodios de volatilidad al alza asociados a demanda de dólares por parte de las AFP e incertidumbre política, c) una reducción de la dolarización de los depósitos y d) un incremento en la participación de los inversionistas no residentes en el mercado de bonos en moneda local, asociado a la mejora en la calificación crediticia de la deuda soberana y la reducción del riesgo país. En este

GRÁFICO 1 ■ Tasas de política monetaria e indicadores macroeconómicos en Perú y Estados Unidos (Tasas en porcentaje)



FUENTE: BCRP Y FRED.

1 Como referencia, también se resaltan otros escenarios donde este diferencial fue menor que 100 puntos básicos.

MONEDA | TASAS DE INTERÉS

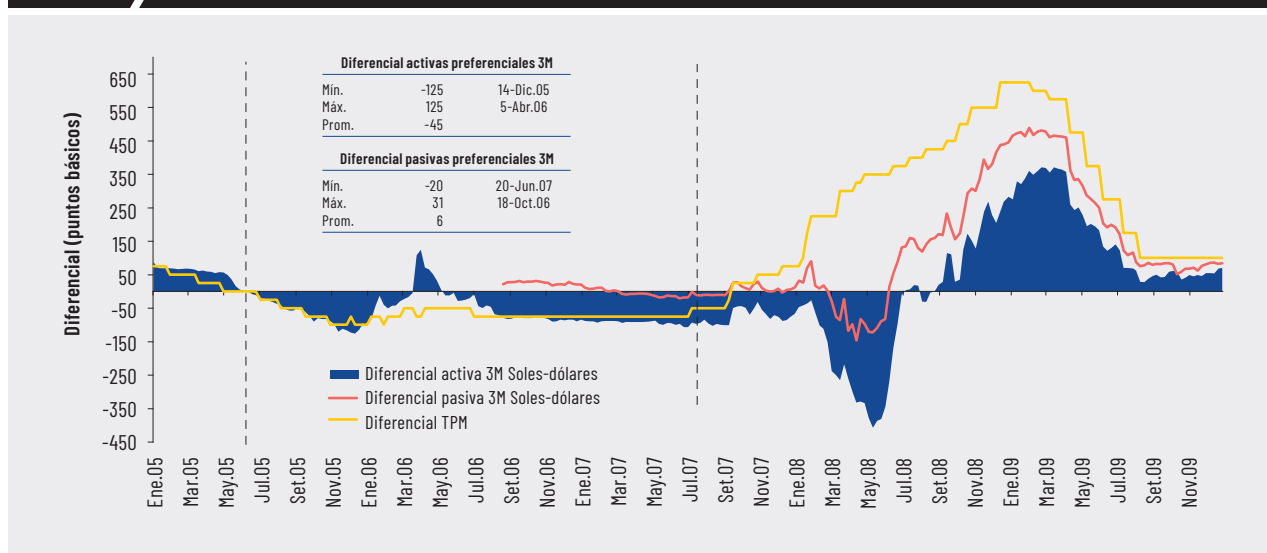
contexto, se mantuvo el traspaso de los cambios en la tasa de referencia a las tasas de interés de corto plazo en soles.

a. *Spreads* de moneda negativos 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 *spread* 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 diciembre de 2007, lo que estuvo asociado al diferencial negativo entre las tasas de política entre Perú y Estados Unidos. Desde el segundo semestre de 2005, las tasas de interés acti-

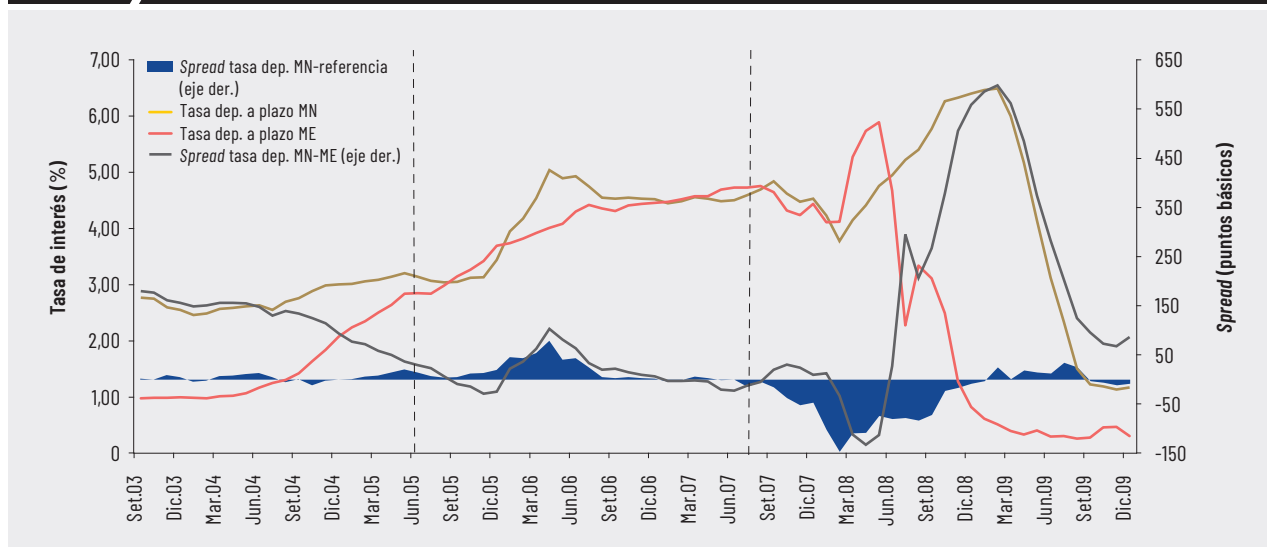
vas preferenciales corporativas a 3 meses tuvieron una marcada tendencia al alza por las mayores presiones de demanda por soles de parte de la banca para aumentar sus posiciones en dólares, así como al mayor ritmo de crecimiento de la demanda por créditos. El *spread* (soles menos dólares) fue negativo durante la crisis *subprime*, aunque desde julio de 2008 este se volvió positivo, a medida que el BCRP inició un nuevo ciclo de alzas en la tasa de referencia y la Fed inició su ciclo de reducción en su tasa de política. Asimismo, se observó un *spread* negativo (soles menos dólares) entre las tasas de interés pasivas entre febrero y septiembre de 2007, y por un corto periodo en diciembre de 2007. Posteriormente, entre marzo y mayo de 2008 el *spread* nuevamente se ubicó en niveles negativos.

GRÁFICO 2 ■ Diferencial de tasas de interés activas y pasivas preferenciales a 3 meses (soles menos dólares) y diferencial de tasas de política monetaria



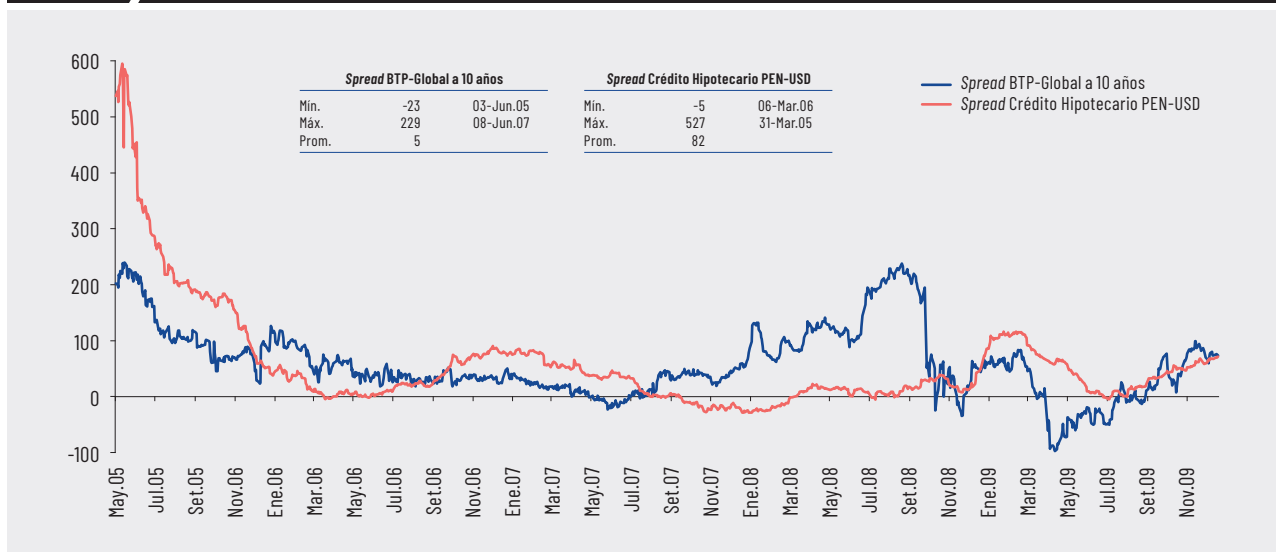
FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 3 ■ Tasas de interés de depósitos a plazo en moneda nacional y extranjera



FUENTE: BCRP Y SBS.

GRÁFICO 4 ■ Tasas de interés de bonos gubernamentales y crédito hipotecario



FUENTE: BCRP Y SBS.

Por su parte, el *spread* entre la tasa de depósitos a plazo de las empresas bancarias y referencia tuvo un comportamiento mixto en el periodo de diferencial negativo. El *spread* disminuyó de 50 puntos básicos en abril de 2005 a 6 puntos básicos en agosto de 2005, y fue negativo entre setiembre y diciembre de 2005 y entre enero y setiembre de 2007.

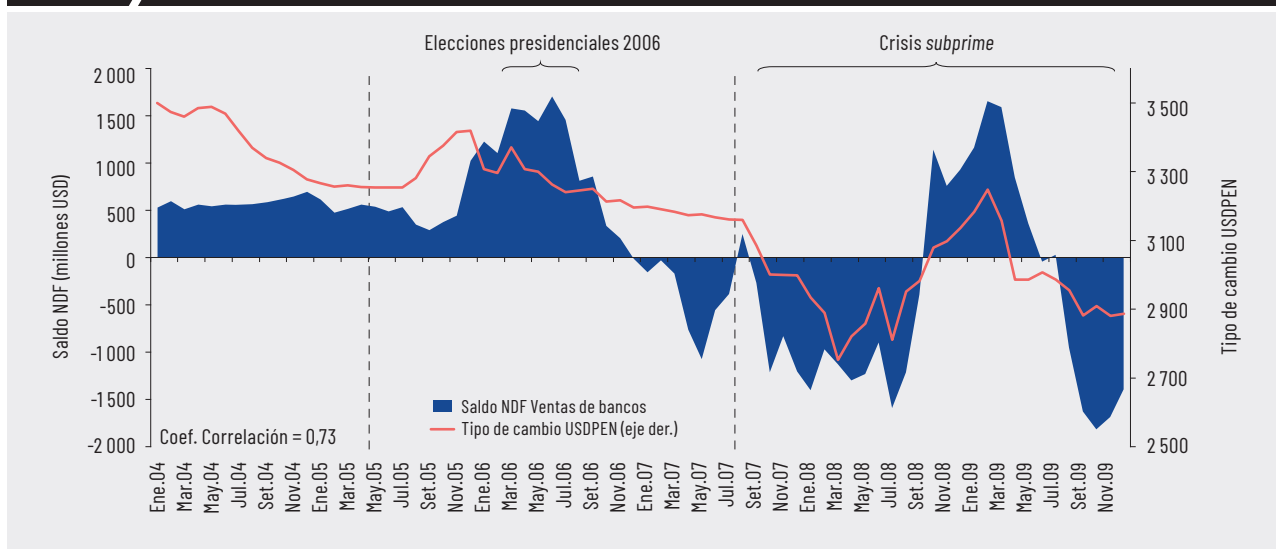
Los diferenciales de tasas también fueron negativos en otras tasas de interés. Para las tasas de rendimiento de bonos soberanos y globales al plazo de 10 años, entre mayo de 2005 y setiembre de 2007, el diferencial de tasas fue negativo por un corto periodo de tiempo entre el 10 de mayo y el 11 de julio de 2007. Las tasas de interés promedio de crédito hipotecario en soles y dólares presentaron un diferencial negativo en perio-

dos cortos durante el episodio de diferencial negativo de tasas de política: 29 de marzo y 11 de abril de 2006, 26 de mayo y 7 de junio de 2006, 13 de agosto de 2007 y 5 de setiembre de 2007, y 25 de setiembre de 2007 y 19 de marzo de 2008.

b. Mercado cambiario

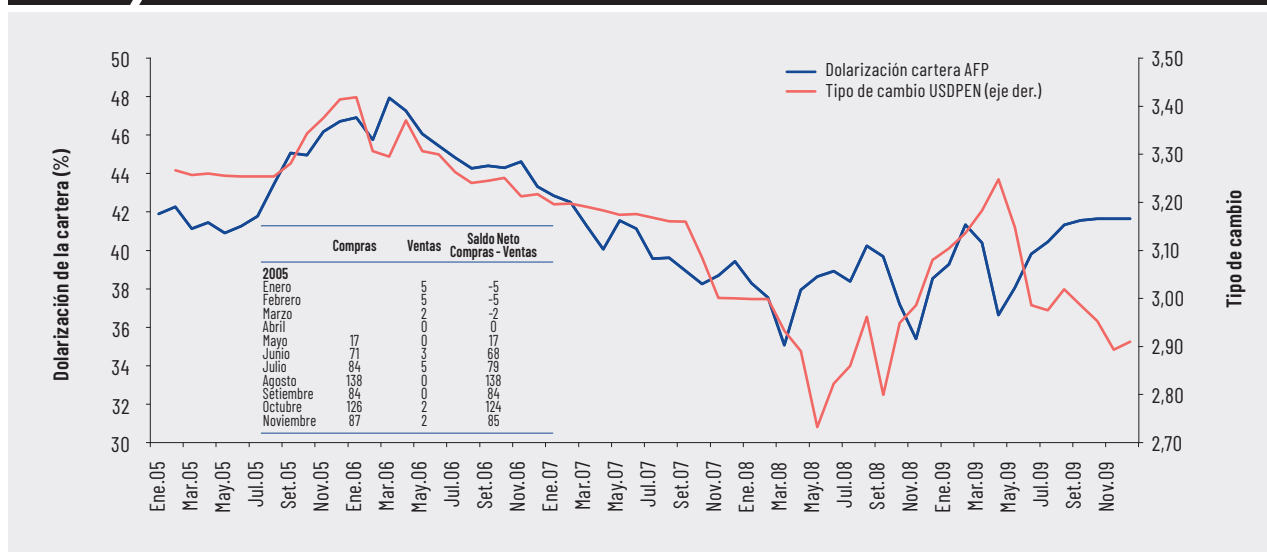
A lo largo del periodo se observó una tendencia apreciativa del sol asociada a los sólidos fundamentos en el frente externo. Sin embargo, se registraron algunos episodios de volatilidad del tipo de cambio y de presiones depreciatorias, lo que estuvo asociado a la mayor demanda de dólares por parte de las AFP y al aumento de la incertidumbre política. Un factor doméstico que contribuyó también a la mayor volatilidad fue el au-

GRÁFICO 5 ■ Saldo venta neta de forwards de empresas bancarias y tipo de cambio USD/PEN



FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 6 ■ Dolarización de la cartera de las AFP y tipo de cambio



FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 7 ■ Saldo NDF compra con empresas bancarias y participación en BTP de inversionistas no residentes



FUENTE: MEF.

mento de la incertidumbre que se generó con el inicio del proceso electoral del año 2006. En dicho contexto político, la intervención cambiaria que realiza el BCRP suele ser más frecuente.

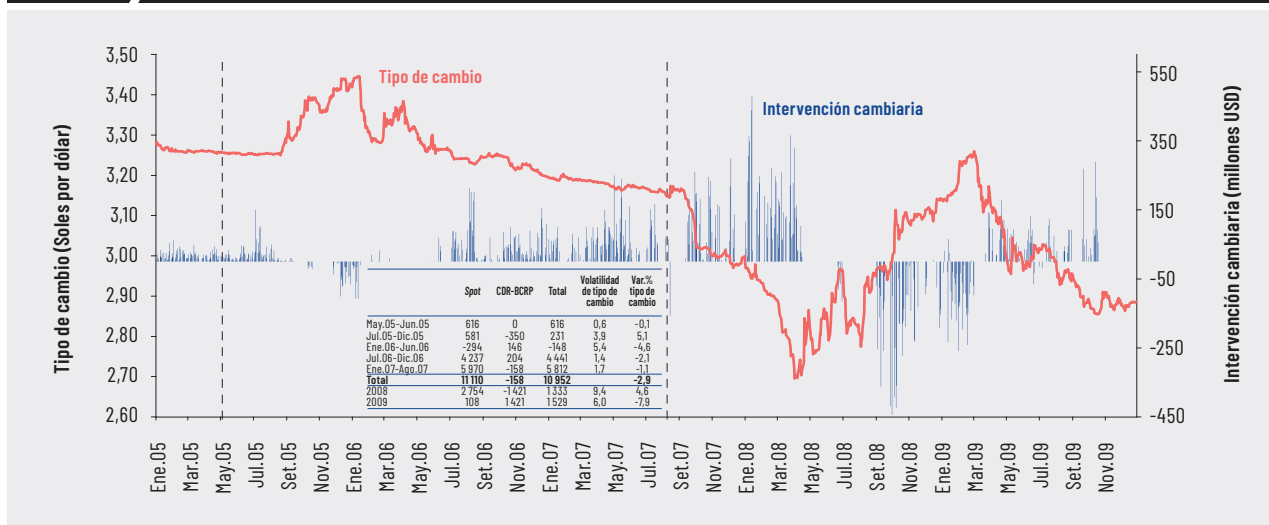
En el primer semestre de 2005, el sol se apreció por la tendencia positiva de la balanza de pagos², la desdolarización del sistema bancario y AFP, y por la reducción del riesgo país ante una mejoría en la perspectiva de la calificación luego del prepago de la deuda del Club de París. Al inicio del periodo de 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 iniciaron una recomposición de portafolio³, así como por la incertidumbre generada por el inicio del proceso electoral de 2006. En dicho sentido, entre agosto y diciembre de 2005, la volatilidad del tipo de cambio subió a 4,2 puntos porcentuales.

² El precio del cobre presentó una tendencia positiva hasta abril de 2006.

³ 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.º 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.

GRÁFICO 8 ■ Tipo de cambio USDPEN e intervención cambiaria¹



^{1/} INCLUYE COMPRAS/VENTAS DE DÓLARES EN EL MERCADO SPOT Y COLOCACIÓN NETA DE CDR-BCRP.
FUENTE: BCRP.

Desde julio de 2006 se registró una tendencia apreciativa en el 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 disminuyó de S/ 3,196 a S/ 3,085 por dólar, lo que reflejó una apreciación 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.

Las operaciones de las AFP con los bancos locales en 2005 se incrementaron paulatinamente, en línea con el incremento 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.⁴ La dolarización de la cartera de inversiones presentó una tendencia ascendente hasta marzo de 2006, pero luego se observó un cambio en la composición de la cartera por moneda.

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. Desde junio de 2008, en medio de la crisis *subprime* las compras netas de bonos de inversionistas foráneos se redujo a 18 por ciento en noviembre de 2009 para incrementarse hasta 57 por

ciento en julio de 2013. En agosto de 2006, la agencia calificadoradora de riesgo Fitch Ratings subió el rating soberano de BB a BB+, mientras que Standard & Poor's hizo lo mismo en noviembre de 2006 (de BB A BB+). En consecuencia, entre mayo de 2005 y setiembre de 2007 el riesgo país disminuyó de 281 a 137 puntos básicos.

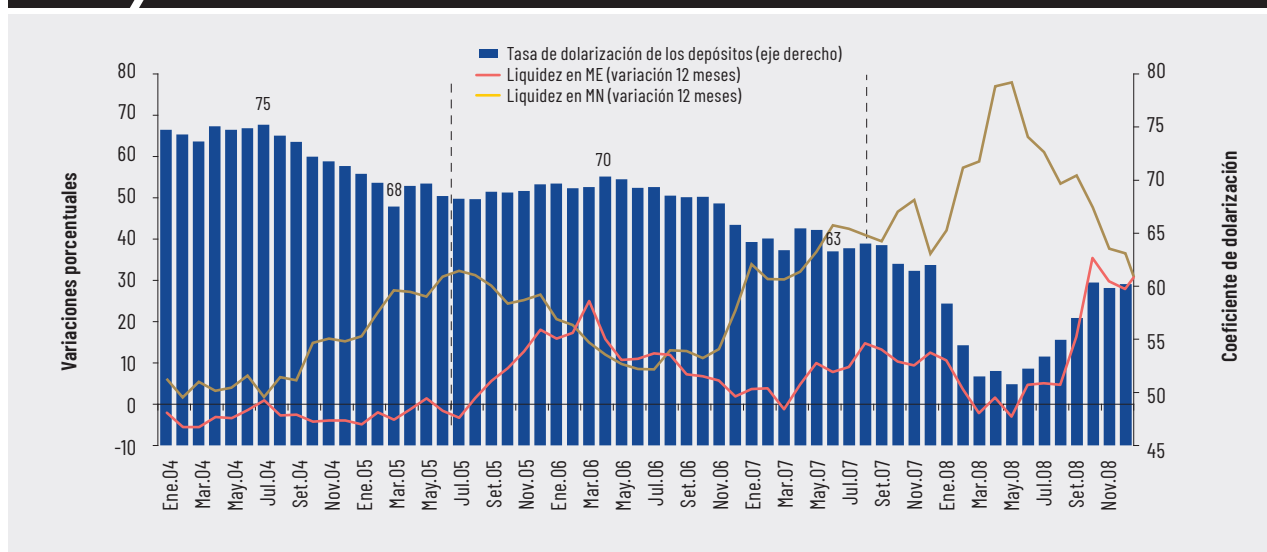
En este contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario mediante operaciones *spot* y con colocaciones de CDR-BCRP para moderar la volatilidad del tipo de cambio. Entre mayo y julio de 2005, el BCRP intervino a través de compras en el mercado *spot* (USD 1 381 millones). Luego, entre agosto de 2005 y junio de 2006, el BCRP vendió dólares en neto en el mercado *spot* (USD 478 millones) y colocó en neto CDR-BCRP (USD 204 millones). Posteriormente, entre julio de 2006 y agosto de 2007, la posición del BCRP fue de demanda neta de dólares, principalmente por la compra de dólares en el mercado *spot* (USD 10 207 millones) y el vencimiento neto de CDR-BCR (USD 46 millones).

c. 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 de tasas de -75 puntos básicos que se mantuvo por trece meses consecutivos. 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 dife-

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

GRÁFICO 9 ■ Dolarización de los depósitos de las empresas bancarias



FUENTE: BCRP.

rencial de tasas se venía reduciendo, pero aún no era negativo, la dolarización de los depósitos disminuyó de 75,2 a 67,5 por ciento. Posteriormente, entre junio de 2006 y junio de 2007, cuando el diferencial se estabilizó en -75 puntos básicos, la dolarización se redujo de 70,1 a 63,3 por ciento. Esta tendencia continuó hasta mayo de 2008.

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 el incremento en la tasa de referencia. En cuanto al mercado cambiario, aunque a lo largo del periodo se observó una tendencia apreciativa de la moneda local asociada a los sólidos fundamentos macroeconómicos y al aumento en la confianza en la moneda local, se registraron episodios de mayor volatilidad del tipo de cambio y de mayor demanda de dólares por parte de las AFP en el mercado *spot*, y demanda de dólares *forward* por parte de los inversionistas no residentes. En el mercado de bonos, dichos inversionistas aumentaron su participación en el mercado de BTP en los años 2005, 2006 y 2007,

influenciados por los sólidos fundamentos macroeconómicos de dicho periodo, así como también por la mejora en la calificación de riesgo soberano que se reflejó en el menor riesgo país. Asimismo, no se observó un incremento de la dolarización de los depósitos a pesar del diferencial de tasas negativo. Por el contrario, esta se redujo de 69 a 64 puntos porcentuales y solo experimentó un aumento transitorio entre abril de 2005 y mayo de 2006, relacionado con otros factores exógenos.

Cabe indicar que, en el episodio de diferencial de tasas de política negativo, 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 un contexto en el que se esperan reducciones de tasas de interés tanto por parte del BCRP como de la Reserva Federal en el horizonte 2024–2025, y en este último caso con un moderado nivel de incertidumbre, se debe resaltar que el BCRP ha alcanzado en el tiempo un alto nivel de credibilidad que le permite dirigir una política monetaria contracíclica que es consistente con el control de la inflación.

REFERENCIAS

- Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (s.f.). BCRPData. <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/index>
- FRED (s.f.). <https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTARU>
- Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) (s.f.). Tenencia de Bonos Soberanos. https://www.mef.gob.pe/es/?option=com_wrapper&language=es-ES&Itemid=102067&lang=es-ES&view=wrapper
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). Tasa de interés promedio del sistema bancario. <https://www.sbs.gob.pe/app/pp/EstadisticasSAEEPPortal/Paginas/TIPasivaDepositoEmpresa.aspx?tip=B>