

# Desarrollo reciente del mercado cambiario en el PERÚ

PAUL CASTILLO\*, CARLOS MONTORO\*\*, FERNANDO PÉREZ\*\*\* Y MIRIAM LUNA\*\*\*\*



\* Gerente de Política Monetaria del BCRP  
paul.castillo@bcrp.gob.pe



\*\* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP  
carlos.montoro@bcrp.gob.pe



\*\*\* Jefe, Departamento del Programa Monetario del BCRP  
fernando.perez@bcrp.gob.pe



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

Los autores describen la evolución reciente del mercado cambiario en el Perú, el cual se ha dinamizado por la mayor participación de inversionistas no residentes e inversionistas institucionales locales en el mercado de cobertura cambiaria, atraídos por los buenos fundamentos de la economía peruana.

En la medida que los flujos de capitales hacia economías emergentes se han incrementado, y el nivel de activos administrados por los inversionistas institucionales ha crecido, también se ha observado un crecimiento importante en el mercado cambiario peruano, en particular, en el mercado de derivados cambiarios. Ello ha reflejado tanto la necesidad de cobertura de los inversionistas, como de posiciones orientadas a tomar ganancias de corto plazo ante cambios en las expectativas de movimientos en el tipo de cambio. Sin embargo, a pesar del crecimiento existente, el tamaño del mercado cambiario medido como el monto promedio diario de negociación respecto al Producto Bruto Interno (PBI) es aún menor al de otras economías en América Latina.

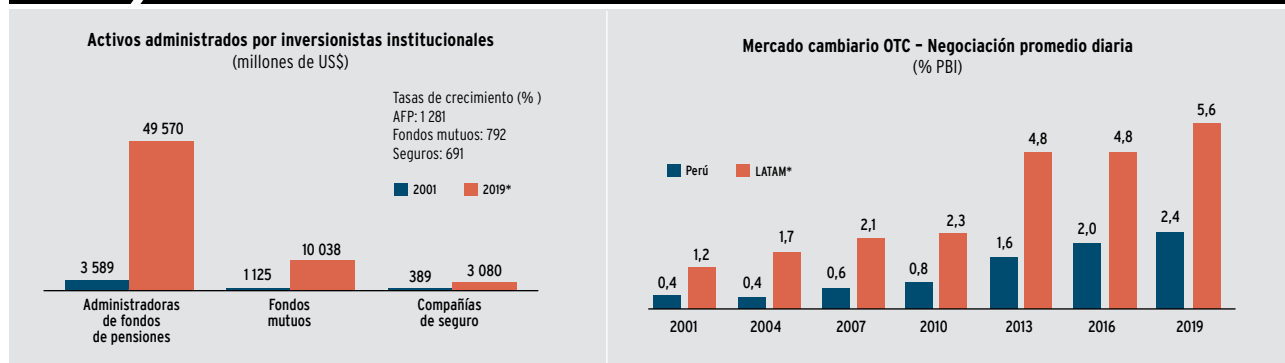
### EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO CAMBIARIO

Los principales participantes en el mercado cambiario son los inversionistas no residentes, los bancos y las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Por un lado, los bancos proveen de liquidez

a sus clientes, mientras que los inversionistas no residentes tradicionalmente ofrecen dólares en el mercado *spot* para invertir en activos en moneda local y simultáneamente cubren sus posiciones en el mercado de derivados a través de contratos *forward* compra. Las AFP juegan también un rol importante, pues demandan moneda extranjera en el mercado *spot* para invertir en el exterior y ofrecen dólares en el mercado de derivados con fines de cobertura en sus posiciones.

Con base en información mensual desde el año 2015, el tamaño del mercado cambiario, medido como el monto total mensual negociado, ha crecido en 46 por ciento entre enero de 2015 y octubre de 2019, principalmente el correspondiente a las operaciones en el mercado de derivados *offshore*<sup>1</sup>, mientras que en el mercado local, las operaciones *spot* continúan dominando a las de derivados (Ver Gráfico2). Al primer semestre de 2019, el monto promedio diario negociado global en el mercado *spot* y de derivados se incrementó cerca de 10 por ciento respecto al período similar en 2015 (desde US\$ 3 259 millones a US\$ 3 600

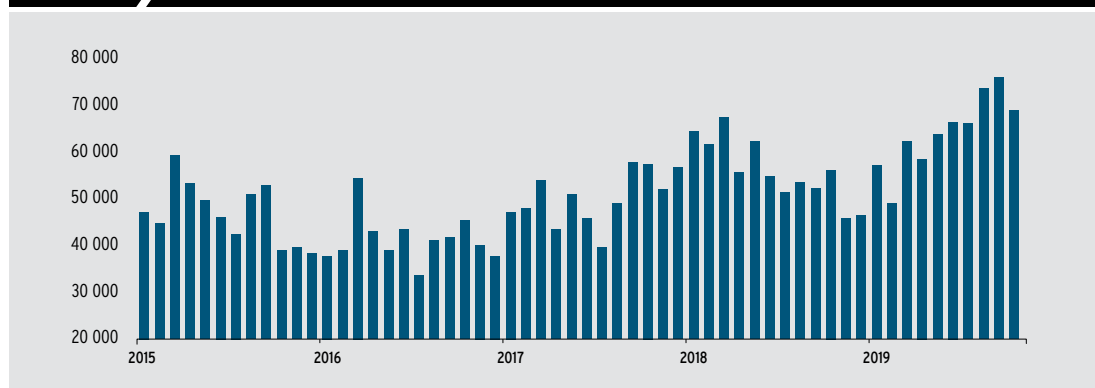
**GRÁFICO 1** ■ Inversionistas institucionales y mercado OTC LATAM



FUENTE: SBS Y SMV.  
\* SETIEMBRE 2019.

FUENTE: ENCUESTA TRIANUAL 2019 DEL BIS Y BANCO MUNDIAL.  
\*INCLUYE A BRASIL, CHILE, COLOMBIA, MÉXICO Y PERÚ.

**GRÁFICO 2** ■ Tamaño del mercado cambiario (Millones de US\$)



FUENTE: BCRP.

\*EL MERCADO LOCAL INCLUYE ÚNICAMENTE LAS OPERACIONES REALIZADAS POR EMPRESAS BANCARIAS LOCALES PARA LA NEGOCIACIÓN LOCAL, MIENTRAS QUE PARA EL MERCADO *OFFSHORE*, LAS OPERACIONES REGISTRADAS EN LA DTCC.

<sup>1</sup> En el artículo, el término *offshore* hace referencia a las operaciones del mercado cambiario en contratos de derivados con subyacente el sol peruano realizadas fuera del territorio peruano. La fuente de información de las operaciones registradas es la Depositary Trust & Clearing Corporation (DTCC).

**CUADRO 1** Montos negociados en mercado cambiario (promedio diario)  
(Millones de dólares)

	Mercado local							Mercado offshore				Global				
	Spot			Derivados				Derivados				Spot	Derivados	Total		
	Cientes	Interbancario	Total	Forward	FX swaps	CCS*	Opciones	Total	Forward	CCS*	Opciones				Total	
Ene.-Jun. 15	512	449	960	434	227	8	13	681	1 641	1 592	11	14	1 618	960	2 299	3 259
Ene.-Jun. 19	615	516	1 131	538	107	7	2	654	1 785	1 790	12	13	1 815	1 131	2 469	3 600
Var. %	20	15	18	24	-53	-9	-80	-4	9	12	7	-8	12	18	7	10

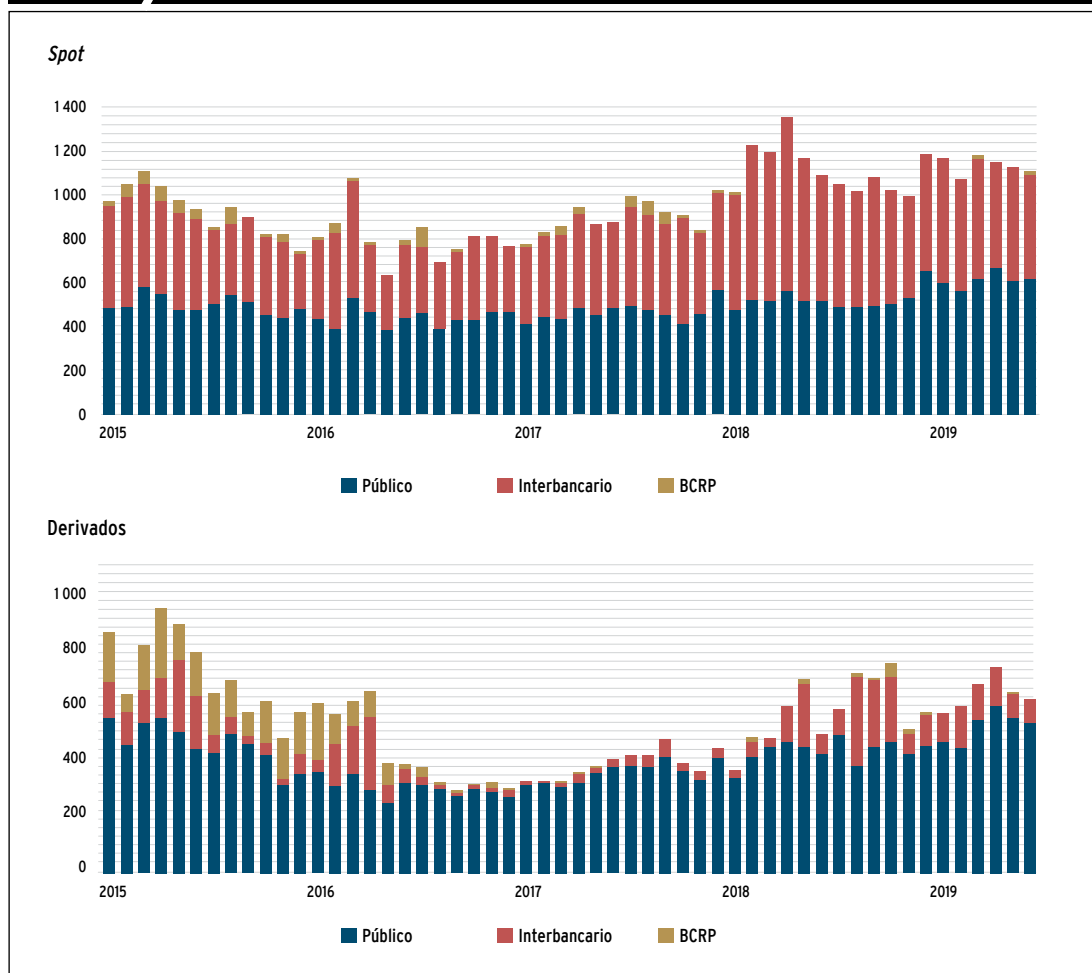
FUENTE: DTTP Y BCRP.  
\*EXCLUYE LAS OPERACIONES DEL BCRP.

millones). De otro lado, en los mercados locales la negociación promedio diaria de derivados disminuyó en 4 por ciento en los años 2015 y 2019 (primer semestre), y en los mercados *offshore* el volumen de operaciones creció en 12 por ciento en similar periodo.

En el caso del mercado local, las operaciones *spot* de las empresas bancarias representan cerca de dos veces lo transado en productos derivados (en línea con lo reportado en la Encuesta Triannual del Banco Internacional de Pagos (BIS) sobre actividad del mercado cambiario *over the counter*

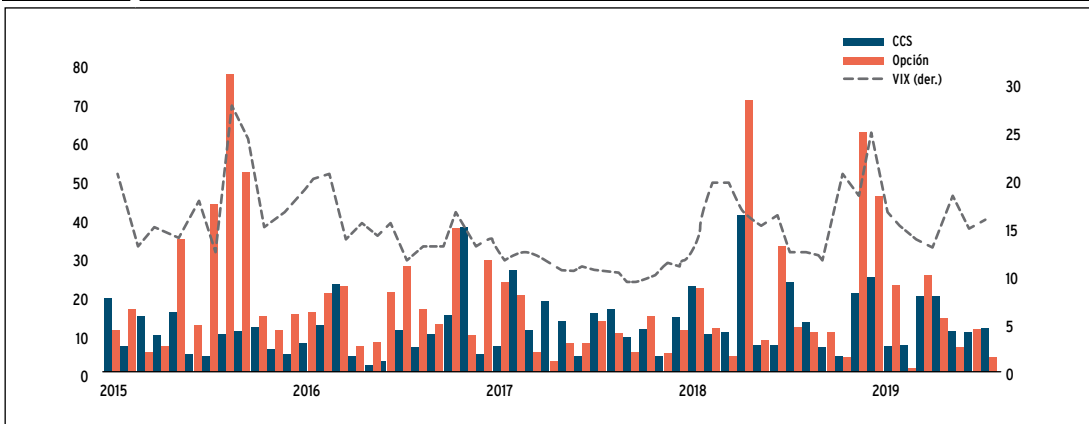
(OTC) 2013 y 2016). Asimismo, son también importantes las empresas mineras, que usualmente son ofertantes netos de moneda extranjera y cuyas ofertas se concentran en los periodos previos a pagos de impuestos, tales como marzo y durante la segunda quincena de cada mes (US\$ 6 393 millones a octubre de 2019). Además, dado que Perú todavía es una economía parcialmente dolarizada, las transacciones de minoristas (montos menores a US\$ 0.5 millones) son importantes en los flujos diarios del mercado cambiario (US\$ 3 190 millones a octubre de 2019).

**GRÁFICO 3** Negociación en el mercado local (*spot* y derivados)  
Monto promedio diario (millones de US\$)



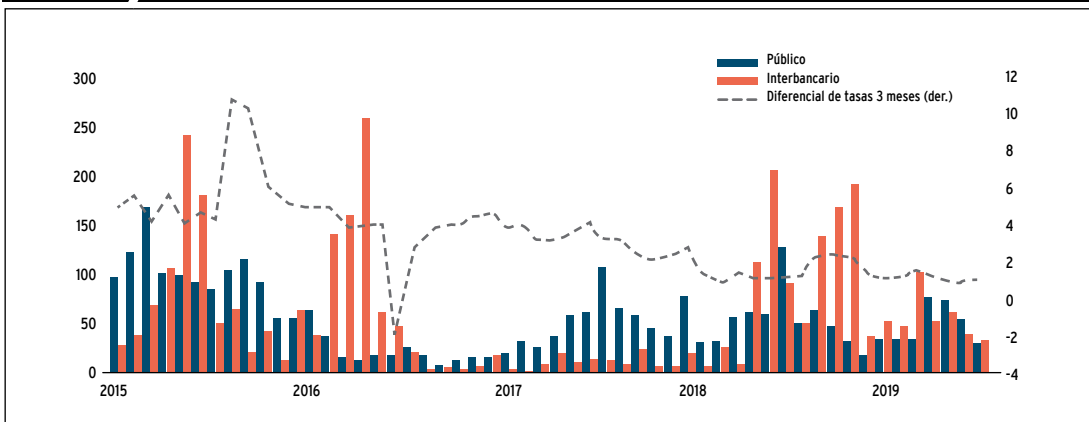
FUENTE: BCRP.

**GRÁFICO 4** ■ Negociación en mercados *offshore*  
Monto promedio diario (millones de US\$)



FUENTE: BCRP.

**GRÁFICO 5** ■ Negociación en mercado local *swap* de monedas  
Monto promedio diario (millones de US\$)



FUENTE: BCRP.

## DERIVADOS

En este contexto, los contratos *forward* de monedas dominan el mercado de derivados *offshore*, representando cerca del 98 por ciento del total negociado entre los años 2015 y 2019, y en menor medida se negocian contratos Cross Currency Swaps (CCS) y opciones, los que presentan inclusive una tendencia descendente moderada. En el caso de las opciones, en el 2019 el 84 por ciento de contratos corresponde a opciones *call*, mientras que el 6 por ciento del total ha correspondido a opciones exóticas con el sol como subyacente. Es importante señalar que la mayor negociación de instrumentos de cobertura cambiaria corresponde a periodos de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales<sup>2</sup>. Así, en agosto 2015 y abril 2018 se registraron volúmenes negociados máximos históricos en opciones (US\$ 78 millones y US\$ 72 millones, respectivamente) y en CCS (US\$ 41 millones en abril 2018).

En el mercado local de derivados el crecimiento de la negociación de contratos *forward* ha sido

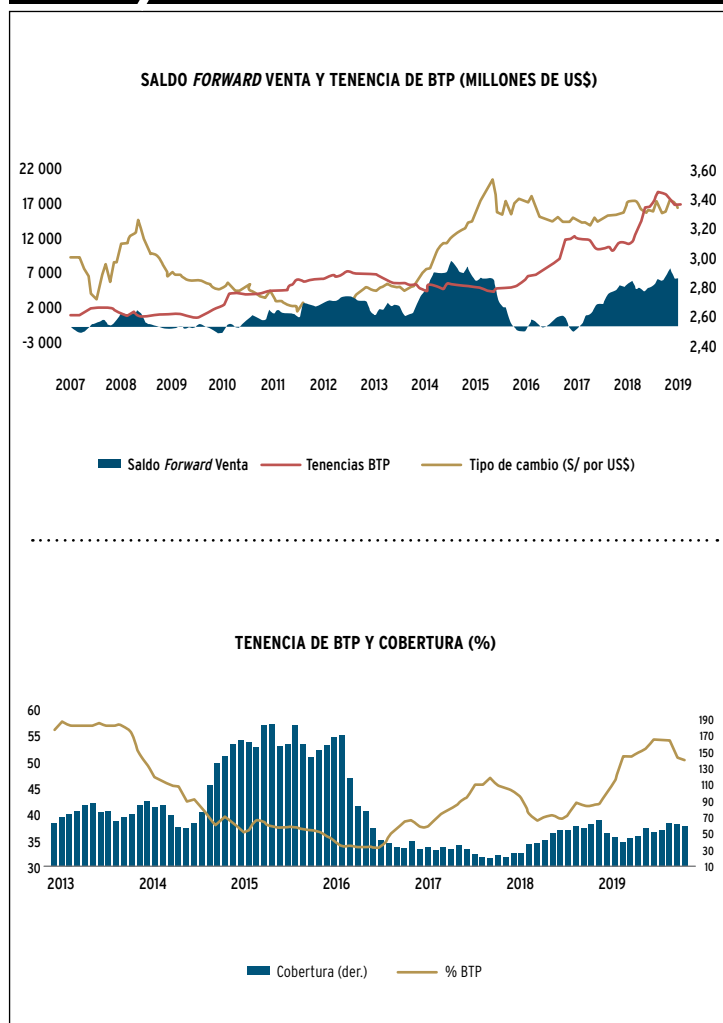
también significativo (24 por ciento entre los años 2015 y 2019), representando el 88 por ciento de la negociación total a junio de 2019. Por un lado, los contratos con clientes predominan en el mercado, existiendo una mayor participación entre bancos locales para negociar *swaps* de monedas para el manejo de liquidez en periodos de mayor volatilidad cambiaria, y, por el otro, los clientes no bancarios demandan *swaps* de monedas con propósitos de arbitraje y para aprovechar épocas en las que es rentable realizar operaciones que replican contratos sintéticos en soles o en dólares<sup>3</sup>. De otro lado, el volumen negociado de contratos de CCS en el mercado local es muy pequeño (US\$ 7 millones en promedio diario). En el caso de las opciones, los únicos demandantes han sido clientes del sector real para la cobertura de riesgo cambiario.

De forma similar, la negociación de las empresas bancarias en el mercado local creció aproximadamente 16 por ciento entre los años 2015 y 2019. Así, mientras que las operaciones *spot* aumentaron de un promedio de US\$ 449 a US\$ 516 millones,

<sup>2</sup> Para más detalles ver: Choy, M. y Cerna, J. (2014). *Comportamiento de los mercados financieros peruanos ante el anuncio del tapering* (Documento de Trabajo N.º 2014-011). Lima: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

<sup>3</sup> Ver Tapia, M. y Torres, G. (2018). Arbitraje de tasas de interés con cobertura cambiaria. *Revista Moneda*, 176, 34-39.

**GRÁFICO 6** Inversionistas no residentes



LA COBERTURA CAMBIARIA COMPRENDE OPERACIONES BRUTAS NDF DE LOS NO RESIDENTES A BANCOS Y AFP.

FUENTE: MEF Y BCRP.

las operaciones *forward* crecieron de US\$ 44 a 58 millones. En el caso de las operaciones con el público, el monto transado en los mercados *spot* y de derivados creció en casi la misma magnitud (20% y 23%, respectivamente).

Los flujos de capitales foráneos en el Perú se registraron principalmente en el mercado de renta fija gubernamental (BTP) y han tenido impactos en el mercado cambiario. La búsqueda de retorno para aprovechar las oportunidades de *carry trade* generó presiones apreciatorias en el sol en los periodos de mayor participación de los mismos (de 2011 a 2013 y de 2017 a 2019). Sin embargo, las acciones del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), mediante intervención en el mercado cambiario y medidas macroprudenciales<sup>4</sup>, permitieron que la moneda local presente una volatilidad menor que la de sus pares regionales. Asimismo, en aquellos episodios de entrada de flujos externos, la volatilidad del sol se mantuvo estable. Parte de ello también es explicado por el rol estabilizador de las AFP, quienes interactúan directamente con los agentes no residentes. Se observa incluso un incremento del saldo de cobertura de no residentes (saldo de compras brutas *forwards* de los inversionistas no residentes respecto a la tenencias valorizadas de BTP) en periodos de estrés financiero (años 2014 y 2016), lo cual ha sido un factor de amplificación de las presiones depreciatorias en dichos periodos.

Cabe destacar que, en los últimos años, los flujos en el mercado cambiario se han vuelto más estables al existir una compensación entre las operaciones de los no residentes y las AFP. En particular, se observa una correlación predominantemente negativa entre los flujos de estas operaciones desde el cuarto trimestre de 2016. Por ejemplo, en 2018

**GRÁFICO 7** Flujos al mercado cambiario (*spot* y derivados) (Millones de US\$)

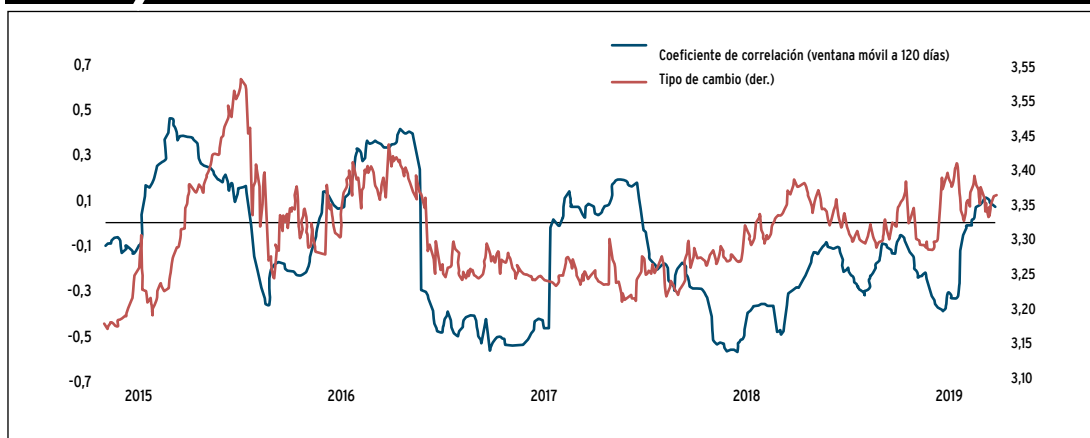


FUENTE: BCRP.

EL SISTEMA NO FINANCIERO INCLUYE A SECTOR MINERO, CLIENTES MINORISTAS Y OTROS SECTORES.

<sup>4</sup> Ver Choy, M. y Chang, G. (2014). Medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú. (Documento de Trabajo N. o2014-007). Lima: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

**GRÁFICO 8** ■ Flujos cambiarios de inversionistas no residentes y AFP: coeficiente de correlación



FUENTE: BCRP.

los inversionistas no residentes demandaron US\$ 3 285 millones, mientras que los fondos de pensiones ofertaron US\$ 2 328 millones. Entre enero-octubre de 2019, los flujos cambiaron de dirección: inversionistas no residentes ofertaron US\$ 591 millones, mientras que las AFP demandaron US\$ 400 millones.

Es importante señalar que ha disminuido la frecuencia de participación del BCRP en el mercado cambiario a través de operaciones en los mercados *spot* y de instrumentos derivados. Así, entre enero y noviembre de 2019 el BCRP ha intervenido el 4 por ciento de los días en el mercado cambiario, frecuencia mucho menor a la observada en años previos (84% en el año 2015 y 54% en el año 2016). Aun con la menor frecuencia de intervención, la volatilidad del sol permanece en promedio por debajo de sus pares regionales; ello es consecuencia de los sólidos fundamentos de la economía peruana: credibilidad monetaria, baja inflación, sólida posición fiscal y menor dolarización.

La interacción entre los mercados cambiarios locales y *offshore* se realiza a través de los bancos locales y extranjeros, quienes son los principales creadores del mercado cambiario. Las medidas tomadas por el BCRP para reducir una volatilidad excesiva en este mercado se ha reflejado en periodos muy limitados de episodios de desequilibrios en ambos mercados. En ese sentido, el mercado

cambiario local se ha vuelto más resiliente a la volatilidad en los mercados financieros globales.

### CONCLUSIONES

La participación de los inversionistas no residentes en el mercado de deuda pública local y el crecimiento de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales han permitido un crecimiento importante del mercado cambiario en los últimos años, en particular en el mercado de derivados cambiarios, mientras que las operaciones del mercado *spot* han presentado un comportamiento estable. Por otro lado, se observa que los flujos cambiarios generados a partir de inversionistas no residentes han sido compensados por flujos en el sentido contrario por parte de los fondos de pensiones, que tienen estructuralmente la posición opuesta a la de los no residentes en el mercado *forward*. En los últimos años se observa también que los montos y la frecuencia de la intervención del BCRP se han reducido. Sin embargo, cabe señalar que el BCRP cuenta con un nivel adecuado de reservas internacionales y con diferentes instrumentos, los cuales le permiten realizar intervenciones en el mercado cambiario si las condiciones lo ameritan, y así mitigar los riesgos asociados a la dolarización financiera, dentro del marco del esquema de metas de inflación.

**CUADRO 2** ■ Número de días de Intervención

	Días de negociación	Mercado <i>spot</i>	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total ( <i>spot</i> y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención			Desviación estándar del tipo de cambio (anualizado de var.%)
					<i>Spot</i>	Instrumentos	Total	
2015	248	150	203	208	60%	82%	84%	3,9%
2016	250	50	119	134	20%	48%	54%	7,3%
2017	249	55	23	63	22%	10%	26%	4,5%
2018	245	4	27	30	2%	11%	12%	3,4%
2019*	215	4	5	9	2%	2%	4%	4,4%

\* AL 12 DE NOVIEMBRE.