

# Mercado de divisas PERUANO

OSCAR LEÓN\*

El mercado cambiario tiene gran importancia en la economía y en el sistema financiero de un país. Analizar el mercado local y compararlo con sus pares internacionales brinda información adecuada para plantear y desarrollar medidas que promuevan su dinamismo y su evolución.



\* Especialista, Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias  
oscar.leon@bcrp.gob.pe

Un mercado cambiario es aquel en el que se da el intercambio de monedas y en el que se canalizan los flujos de capitales, los pagos de las operaciones de comercio exterior y la administración del riesgo financiero por parte de las empresas.

El mercado cambiario peruano es *Over The Counter* (operaciones bilaterales e intermediarios como proveedores de liquidez) y, como el de otros países, está compuesto por un mercado *spot* y uno de derivados.

En términos generales, el mercado *spot* peruano es el que posee mayores montos transados en comparación con su par de derivados (Ver cuadro 1). Sin embargo, el mayor crecimiento desde el 2001 se ha generado en este último.

En los últimos años, estos mercados han estado evolucionando de manera constante, reflejando un aumento de la actividad de comercio exterior y de flujos de capitales, **este último** debido a operaciones de financiamiento e inversión. Principalmente, esto ha sido consecuencia de los acuerdos comerciales con los principales socios comerciales y con los países cercanos, por la mejor clasificación de riesgo financiero del país, por un crecimiento promedio mayor a los pares de la región y la mayor inversión institucional en el exterior.

Dada la gran importancia del mercado cambiario, tanto en términos financieros como económicos, es relevante analizarlo para contrastar el peruano con el internacional. Esto ayudaría a entenderlo mejor, lo que posibilitaría el planteamiento de medidas que permitan que este alcance los niveles de los países desarrollados.

**CUADRO 1** ■ Volumen global transado de los instrumentos financieros de tipos de cambio

Promedio diario en abril del 2016 en millones de dólares						
Instrumento	2001	2004	2007	2010	2013	2016
Total	241	306	805	1 425	2 171	1 496
Transacciones <i>spot</i>	205	261	591	1 017	1 597	808
Derivados	36	45	214	407	574	688
<i>Outright forwards</i>	35	37	214	385	487	315
<i>Foreign exchange swaps</i>	1	4		16	68	272
<i>Swaps de monedas</i>		4		3	9	98
Opciones y otros productos*				4	10	3

\* LA CATEGORÍA DE "OTROS PRODUCTOS" CUBRE LAS TRANSACCIONES EN LAS CUALES ES IMPOSIBLE LA DESCOMPOSICIÓN EN INSTRUMENTOS TRADICIONALES.

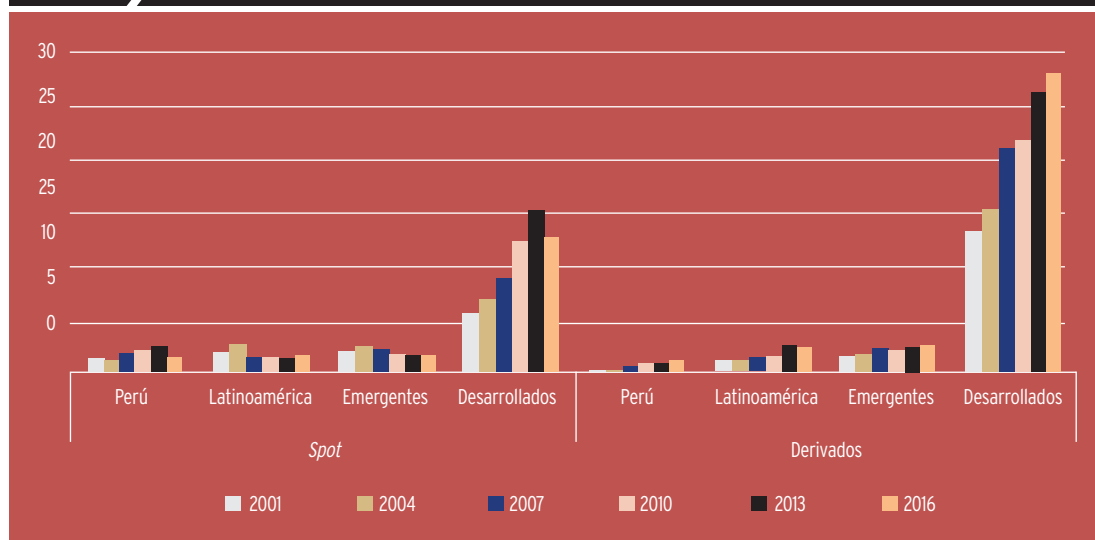
FUENTE: BIS 2016.

En el presente artículo se describe la profundidad, la integración financiera, la liquidez y la concentración del mercado cambiario local, el cual se compara con el mercado internacional (economías avanzadas, emergentes y latinoamericanas)<sup>1</sup>. Para las dos primeras características, el periodo de análisis va desde el 2001 hasta el 2016; mientras que para las últimas dos, desde el 2008 hasta el 2016.

### PROFUNDIDAD

La profundidad de mercado (*market depth*) se refiere a cuán activo es el mercado cambiario de un país. Para medir esta característica se utiliza un indicador construido con base en el monto nominal en dólares estadounidenses negociados anualmente en cada mercado y normalizado al tamaño de cada economía<sup>2</sup>. Este último es medido mediante el Producto Bruto Interno (PBI).

**GRÁFICO 1** ■ Mercado cambiario – Profundidad



FUENTE: BIS 2016.

<sup>1</sup> Se considera el *World Economic Outlook* del FMI para realizar esta segmentación.

<sup>2</sup> Para un país sería  $MNi/PBi$  y para un grupo de países  $\sum_i MNi * PBi / \sum_i PBi$ . Siendo  $MNi$  y  $PBi$  el monto negociado en el país  $i$  y el Producto Bruto Interno del país  $i$  respectivamente.

Durante el período analizado, las economías avanzadas presentan una mayor profundidad: 10 y 21 veces el PBI en el mercado *spot* y en el de derivados, respectivamente. Estos resultados se relacionan al hecho de que estas economías disponen de mercados de capitales más desarrollados y completos, y a la creciente innovación financiera que tienen, la cual aumenta la eficiencia en la redistribución de riesgos en cada uno de ellos.

Por otro lado, para el mismo periodo analizado, las economías emergentes y latinoamericanas tienen niveles de profundidad en promedio de 1,78 y 1,88 veces de su PBI en los mercados *spot* y de derivados, respectivamente.

En cuanto a Perú, se puede apreciar en el Gráfico 1 que sus índices de profundidad son similares a los de las economías emergentes y latinoamericanas. Esto se debería a la transición iniciada en la década de los 90 hacia una economía abierta al comercio exterior y con acceso a los mercados de capitales internacionales, lo cual ha propiciado que administradoras privadas de fondos de pensiones (AFP) y empresas relacionadas al comercio exterior hayan incrementado su participación en el mercado cambiario. Asimismo, la profundidad del mercado cambiario peruano ha tenido una evolución constante en los últimos años producto de la abundante liquidez favorecida por las políticas monetarias expansivas aplicadas en los países desarrollados luego de la crisis del 2008. Este desarrollo ha propiciado el incremento de la participación de no residentes, atraídos por rendimientos más altos, en el mercado cambiario peruano.

La profundidad del mercado *spot* ha tenido un crecimiento de 13% a lo largo del periodo, aunque en el último año ha disminuido debido al bajo desempeño de la economía local. Esto ha afectado tanto a la oferta de divisas locales (especialmente a los no residentes y a las empresas exportadoras) como a la demanda de estas (en su mayoría a las empresas importadoras).

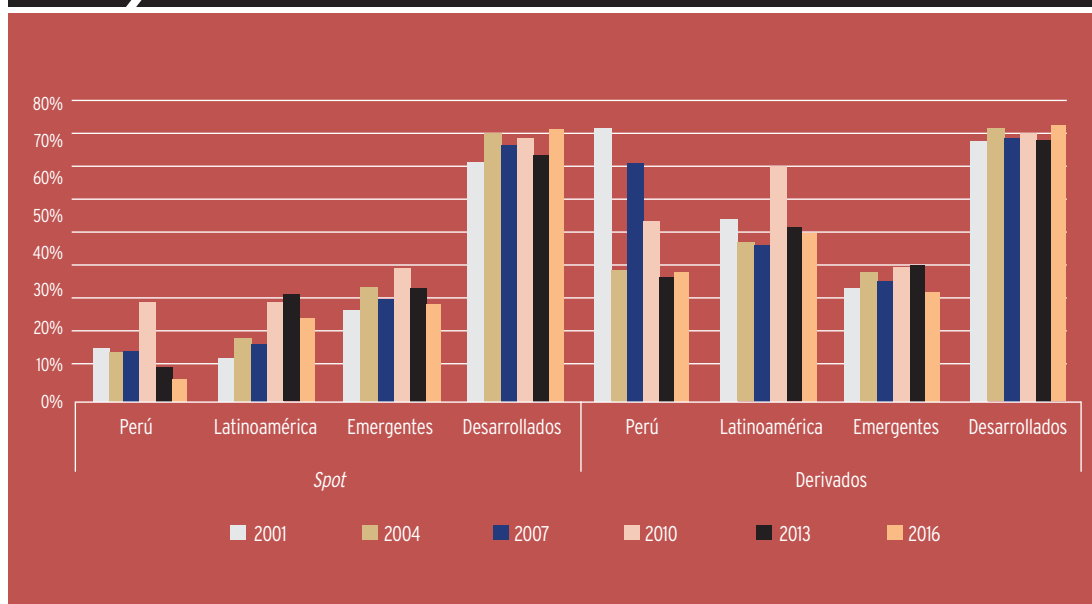
Con respecto al mercado peruano de derivados de tipo de cambio, este ha tenido un crecimiento considerable a partir de los años 2005-2007; en este periodo, se autorizó a los bancos locales a pactar mayor tipos de derivados (*Cross Currency Swaps* y opciones). En el año 2016 alcanzó un nivel de profundidad de 1,1 veces del tamaño de la economía. En este conjunto, los *forwards* son los instrumentos más negociados (48% del total de derivados en el 2016), a pesar de que su profundidad es aún limitada.

### INTEGRACIÓN FINANCIERA

La integración financiera indica la internacionalización de una moneda y el acceso que tienen los agentes de una economía a los mercados internacionales de capitales. Esta característica se mide como la razón entre el monto transado de un banco local con clientes no residentes (*cross border*) respecto del total negociado en un período determinado para cada moneda.

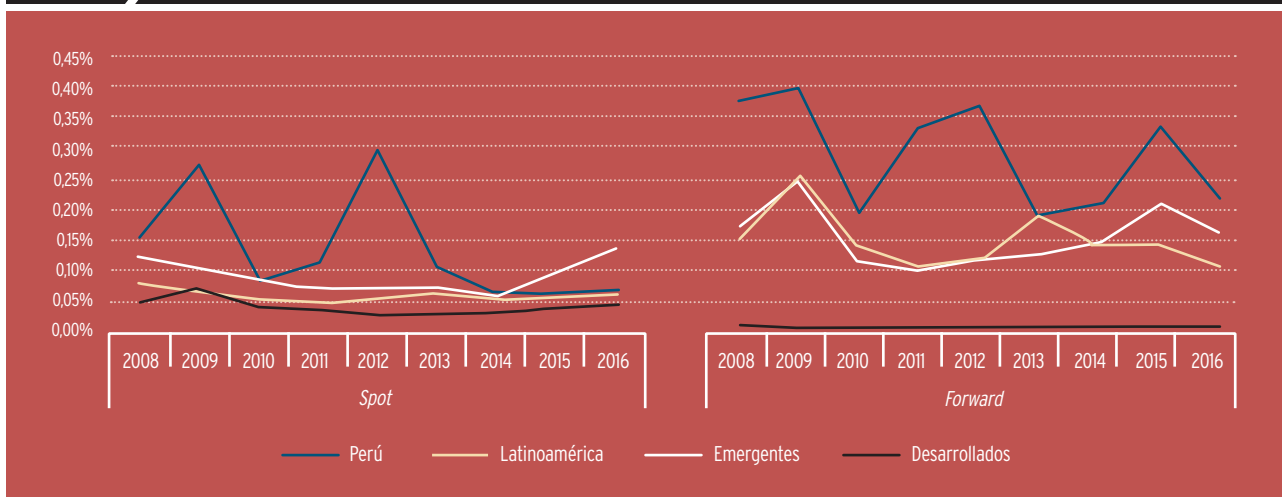
Con un 73% de los montos transados de manera transfronteriza en el mercado *spot* como en el de derivados por sus residentes, las economías avanzadas son las que presentan los más altos niveles de integración financiera.

GRÁFICO 2 | Mercado cambiario – Integración



FUENTE: BIS 2016.

### GRÁFICO 3 Mercado cambiario – Liquidez



FUENTE: BIS 2016 Y BCRP.

En el intervalo analizado, las economías emergentes y latinoamericanas tienen niveles de profundidad en promedio de 25% y 20% en el mercado *spot*, y de 30% y 45% en el de derivados, respectivamente. Esto indica que la mayor participación de transacciones *cross border* se da en el mercado de derivados.

En tanto, Perú presenta una disminución del indicador de integración en el mercado *spot* en los últimos años: llega a ser menor al 10% en los dos últimos periodos, contrastando con los periodos anteriores. Esta tendencia estaría asociada a un mayor crecimiento de las transacciones del mercado local en comparación a las transacciones *cross-border*. En lo que respecta al mercado de derivados, la integración es mayor que la del mercado *spot*, con un 34% de transacciones *off-shore* respecto del total. El crecimiento de la inversión extranjera en el país ha tenido como consecuencia el incremento de coberturas cambiarias por parte de estos inversionistas. Estas coberturas se realizan pactando contratos *forward* compra con la banca local, y dado el elevado costo de transacción de los contratos con entrega, las coberturas cambiarias se pactan bajo la modalidad *non-delivery*. Asimismo, los participantes no residentes especulan con la evolución del tipo de cambio mediante el pacto de *forwards* venta *non-delivery* con la banca local.

#### LIQUIDEZ

El concepto de liquidez de una moneda corresponde a la facilidad que esta tiene para ser vendida o comprada sin sufrir cambios significativos en su precio. Por eso, a medida de que posea una diferencia más amplia entre el precio de venta y el de compra, se entiende que la moneda es menos líquida.

“ La liquidez suele reducirse durante periodos de alta volatilidad. ”

En este caso, el indicador que se utiliza para medir la liquidez tanto en el mercado *spot* como en el de derivados es el *spread*<sup>3</sup> del mercado *spot* y del *forward* a 30 días, respectivamente. Entonces, mientras menor es el *spread*, menor es el costo para los inversionistas de cambiar y/o liquidar una posición en una determinada moneda.

En el Gráfico 3 se observa que la liquidez de las economías avanzadas es mayor que en las del resto, con un *spread* de 0,05% y 0,01% en el mercado *spot* y el de derivados, respectivamente. Ello está probablemente asociado a una mayor profundidad en dichos países y a la mayor aceptación de sus divisas en el mercado internacional.

En el caso de los mercados emergentes y latinoamericanos, la liquidez se ha mantenido estable en los últimos años.

Por otro lado, el indicador de liquidez del mercado *spot* peruano en 2016 estuvo en un nivel similar que el de los países latinoamericanos y desarrollados y superior al de los países emergen-

<sup>3</sup>  $Spread = \ln(PV/PC)$  donde PV es el precio de venta de la divisa y PC es el precio de compra de la misma.

tes. No obstante, se observa que esta liquidez suele reducirse durante periodos de alta volatilidad en los mercados internacionales (por ejemplo, 2011-2012). En el caso del mercado *forward*, el indicador de liquidez del Perú es superado por todos los países; sin embargo, esta diferencia ha estado disminuyendo debido al crecimiento de este mercado en el Perú.

### CONCENTRACIÓN

La concentración se refiere al grado en el que un mercado está aglutinado o consolidado en un número determinado de agentes del mercado. Para medir esta característica del mercado de derivados es práctico utilizar el índice de Herfindahl-Hirschman, el cual es una medida de concentración de mercado o de falta de competencia. Este se calcula al elevar al cuadrado la cuota de mercado que cada participante posee y sumar esas cantidades. En el sistema legal de Estados Unidos, se considera que índices menores a 1500 puntos representan una baja concentración; de entre 1500 y 2500 puntos reflejan una concentración moderada, mientras que si se ubica sobre 2500 puntos, se considera que el mercado es demasiado concentrado.

En el tiempo analizado, las economías desarrolladas siempre han mantenido un índice promedio de 500 puntos (Ver gráfico 4), reflejando así una baja concentración. La participación global en estos mercados permite que la concentración sea baja.

Los resultados muestran para Perú un indicador de concentración en promedio de 2187 puntos durante el periodo, señalando una concentración moderada. Este mayor indicador se debería a que los principales 4 bancos cubren el 75% del mercado de derivados, lo que se ha mantenido en los últimos años.

### CONCLUSIONES

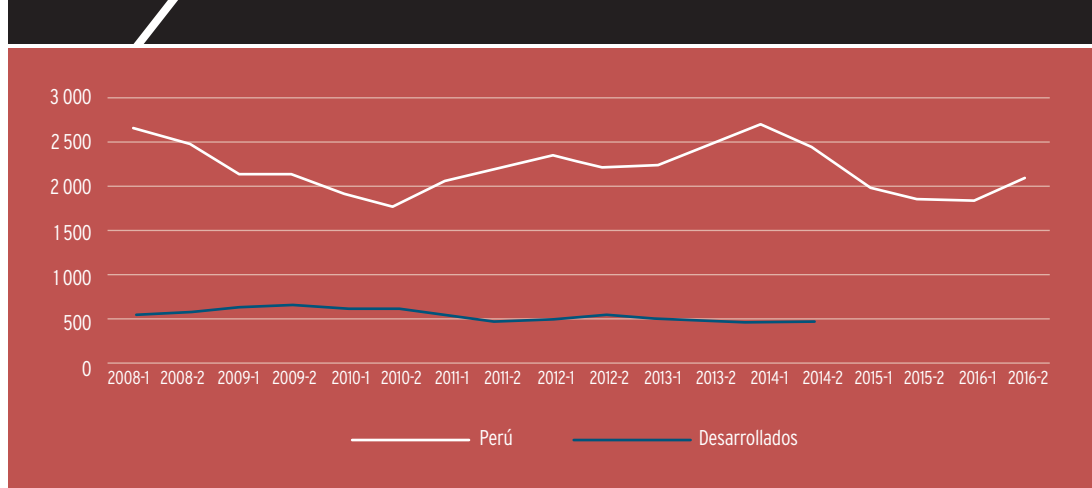
A nivel mundial, entre los años 2001 y 2016, el mercado cambiario muestra un crecimiento importante, tanto en el mercado *spot* como en el mercado de derivados. Esto se habría debido al crecimiento del comercio internacional, la mayor apertura de las economías emergentes a los capitales extranjeros, la superior actividad de los inversionistas institucionales en activos negociados en mercados extranjeros y frecuentes innovaciones financieras relacionadas con el uso de instrumentos financieros derivados.

Cuando se contrasta el mercado cambiario peruano con base en los indicadores de desarrollo financiero, el mercado *spot* se posiciona en un nivel comparable con el de las economías latinoamericanas y emergentes. Nuestro mercado muestra un crecimiento que está relacionado con una mayor volatilidad del tipo de cambio, mejoras tecnológicas y una mayor profesionalización de los agentes financieros. Sin embargo, se necesitan más reformas para alcanzar los niveles de los países desarrollados.

Por otro lado, en oposición a lo que ocurre en el mercado cambiario de los países desarrollados, Perú posee un mercado de derivados menos profundo que el mercado *spot*. Por esta razón, la actividad de derivados se sitúa levemente por debajo del promedio de las demás economías. Esto demuestra la existencia de espacio para incentivar o incrementar la profundidad de este mercado.

A nivel global, Perú tiene un mercado cambiario creciente, pero todavía relativamente pequeño y con pocos agentes financieros. Por eso, es importante profundizar su análisis y su caracterización para desarrollar y proponer medidas de política regulatoria que puedan contribuir a su dinamismo y su crecimiento.

GRÁFICO 4 ■ Mercado cambiario – Concentración



FUENTE: BIS 2016 Y BCRP.  
 (\*) SOLO SE POSEE INFORMACIÓN HASTA EL SEGUNDO SEMESTRE DEL 2014.