



Recuadro 7 EVOLUCIÓN DEL MERCADO CAMBIARIO Y FLUJOS POR TIPO DE AGENTES DURANTE EL COVID-19

El surgimiento de la pandemia del COVID-19 afectó el comportamiento de los participantes del mercado cambiario de forma heterogénea. A continuación, se evalúan los flujos cambiarios por tipo de agente de mercado y su relación con la dinámica del tipo de cambio.

Los determinantes de mediano plazo del tipo de cambio se asocian a fundamentos macroeconómicos como la balanza comercial, los flujos de capitales y las desviaciones de la paridad de tasas de interés. En el corto plazo, la dinámica del tipo de cambio al contado (*spot*) refleja el comportamiento de los principales participantes del mercado y sus expectativas frente a esos fundamentos y a los acontecimientos que afectan sus decisiones de portafolio o la gestión de sus actividades económicas.²⁰

En el siguiente gráfico se muestran los flujos cambiarios totales (*spot* y derivados) en el mercado local según los inversionistas institucionales (fondos de pensiones y no residentes) y los participantes individuales (empresas del sector minero, participantes minoristas y otras empresas). No se incluyen flujos de operaciones de arbitraje.

FLUJOS CAMBIARIOS TOTALES 2020
(Millones de US\$)



En marzo de 2020, la demanda cambiaria aumentó significativamente, impulsada por la reacción de los inversionistas no residentes a la mayor incertidumbre financiera global por la pandemia del COVID-19. Estos agentes demandaron dólares, principalmente, a través de derivados cambiarios.²¹

20 Evans y Rime (2019), por ejemplo, describen el rol de los agentes del mercado en la transmisión de sus expectativas hacia la dinámica del tipo de cambio.

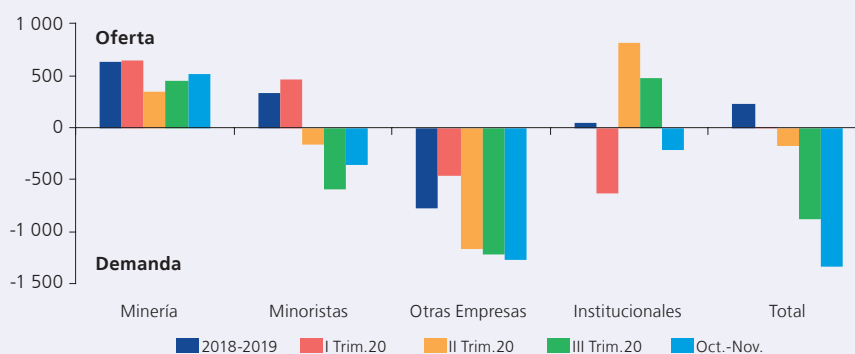
21 Puede verse una descripción del mecanismo de transmisión de las operaciones con derivados hacia el mercado cambiario spot en Cano-Alva y Humala (2017).

En el segundo trimestre, la presión de demanda fue contrarrestada por el impulso de oferta proveniente de la liquidación parcial del portafolio en dólares de las AFP (para afrontar los retiros de fondos aprobados) y por la menor incertidumbre financiera por las medidas monetarias y fiscales, implementadas a nivel global, contra los efectos de la pandemia. En este trimestre, sin embargo, se redujo la oferta de dólares en el mercado *spot* proveniente de las empresas del sector minero y de los participantes minoristas (que incluso generaron demanda neta de dólares), mientras que la demanda neta de otras empresas aumentó. La menor oferta de dólares de la minería y de los minoristas se asocia al impacto del COVID-19 en la actividad económica (menores ingresos por exportaciones mineras y por turismo).

En el tercer trimestre, continuó aumentando la demanda neta *spot* de los minoristas y de las otras empresas. Esto fue parcialmente compensado por la mayor oferta cambiaria de las AFP en el mercado de derivados en previsión de mayores retiros. Así, se pasó de una oferta *spot* neta de US\$ 224 millones en el periodo 2018-2019 a una demanda *spot* neta de US\$ 879 millones (en promedios mensuales) en este tercer trimestre.

En el cuarto trimestre (hasta noviembre), la oferta minera mostró niveles similares a los anteriores a la pandemia, mientras que la demanda neta de minoristas se ha reducido paulatinamente. Por otra parte, en la primera quincena de noviembre, la demanda de los inversionistas no residentes aumentó (en *spot* y en derivados) asociado a los eventos políticos. Sin embargo, en la segunda quincena del mes, se revirtió este efecto con una fuerte oferta neta en derivados de estos agentes.

FLUJOS CAMBIARIOS SPOT 2020
(Promedio Mensual en Millones de US\$)



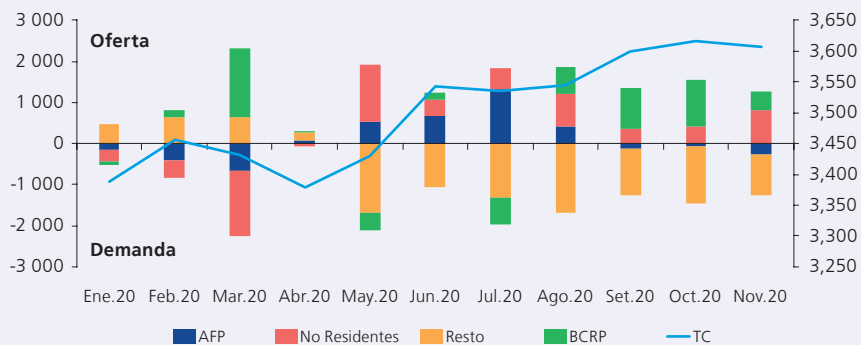
La mayor demanda cambiaria de los inversionistas no residentes en marzo generó presiones de depreciación de nuestra moneda, que fueron contrarrestadas con la intervención cambiaria del Banco Central (US\$ 1 730 millones en el primer trimestre), principalmente a través del uso de derivados (*swaps* cambiarios de venta). En el segundo trimestre, ante menores presiones de depreciación, la intervención neta fue equivalente a una demanda de US\$ 225 millones, dada principalmente a través del vencimiento de instrumentos cambiarios. En el tercer trimestre la presión de depreciación fue menos intensa que en el primero, pero más regular, con lo que la





intervención cambiaria fue equivalente a una oferta de US\$ 993 millones. Durante el cuarto trimestre, la intervención cambiaria correspondió a una oferta de US\$ 1 591 millones.

FLUJOS CAMBIARIOS, INTERVENCIÓN NETA Y TIPO DE CAMBIO 2020
(Millones de US\$)



Fondos privados de pensiones

Los fondos de pensiones suelen representar demanda neta *spot*, debido a la dolarización parcial de sus portafolios de inversión (por inversiones en el exterior). Dado que sus obligaciones por pensiones son en soles y que el retorno de sus inversiones en dólares se ve afectado por la depreciación de esa moneda (apreciación del sol), las AFP toman cobertura con posiciones *forward* venta (oferta cambiaria en derivados).

Así, ante la liquidación de sus posiciones en dólares para afrontar los retiros de fondos, las AFP pasaron de ser demandantes netos en el mercado cambiario *spot* en el primer trimestre a ser ofertantes netos entre abril y julio. A partir de agosto, concluido parcialmente el proceso de retiros, las AFP reanudaron su demanda de dólares, pero a niveles inferiores a los de inicio de año.

Asimismo, las AFP aumentaron su ratio de cobertura del portafolio en dólares de alrededor de 30 por ciento en febrero a 45 por ciento en octubre, incrementando su oferta cambiaria por sus posiciones en derivados. El riesgo de mayores retiros de fondos por regulación, habría motivado a las AFP a tomar esta cobertura para tomar ventaja del tipo de cambio alto para eventuales ventas futuras.

Inversionistas no residentes

Los inversionistas no residentes no son un grupo homogéneo en cuanto a sus estrategias de inversión o sus horizontes de planeamiento, pero tienen en común que buscan posiciones en soles en sus portafolios de inversión.²² Por ello, ofertan dólares en el mercado cambiario *spot*

22 Estos inversionistas siguen la referencia de índices globales como los del JP Morgan: EMBIG (Emerging Market Bond Index Global) en moneda extranjera y el GBI-EM (Global Bond Index – Emerging Market) en monedas locales (Arslanalp, 2020).

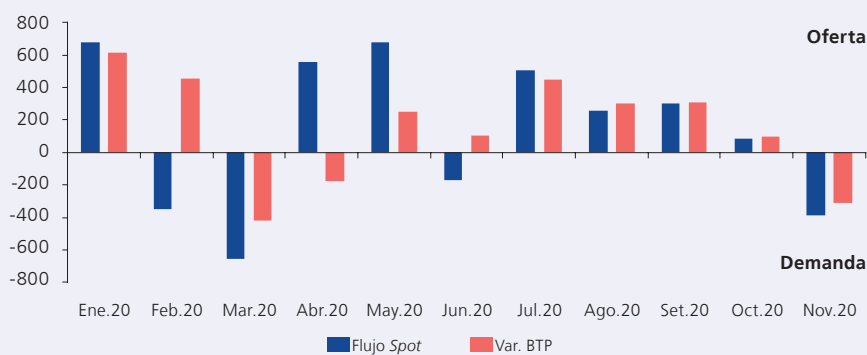
para conseguir soles con los que adquirir, por ejemplo, Bonos del Tesoro Peruano (BTP). Los atrae el diferencial de tasas de interés entre bonos soberanos y las expectativas de apreciación de nuestra moneda (que agrega rentabilidad a sus portafolios).

La volatilidad cambiaria y las expectativas de depreciación del sol los expone, sin embargo, a un riesgo cambiario que puede revertir parcial o totalmente su retorno esperado. Así, según sus expectativas, pueden tomar cobertura de sus tenencias de BTP (valorizadas en dólares) con posiciones *forward* compra. Eventualmente, si la presión de depreciación es intensa, estos inversionistas pueden tomar posiciones de compra *forward* directamente para especular (sin tener posiciones previas en BTP).

Los inversionistas no residentes iniciaron el año con flujos de oferta *spot* y demanda en derivados. En marzo, con la mayor incertidumbre financiera global y el inicio del confinamiento obligatorio en nuestro país, estos inversionistas redujeron sus tenencias de BTP y demandaron dólares *spot* y con derivados. Su ratio de cobertura pasó de 60 por ciento en enero a más de 80 por ciento a mediados de marzo.

En los meses siguientes, reanudaron su oferta *spot* para recuperar progresivamente sus tenencias de BTP. Además, fueron revirtiendo paulatinamente su ratio de cobertura (alrededor de 70 por ciento a octubre), por lo que mantuvieron oferta *forward* neta durante el segundo y tercer trimestre. La incertidumbre política en noviembre, sin embargo, generó una reducción de sus posiciones en BTP.

OFERTA SPOT NO RESIDENTES Y VARIACIÓN DE SUS TENENCIAS DE BTP 2020
(Millones de US\$)

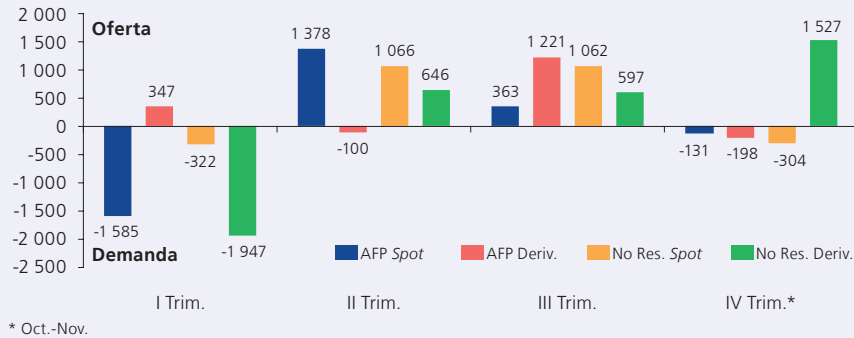


Los flujos cambiarios conjuntos de los inversionistas institucionales (AFP y No Residentes) fueron de una demanda neta en el primer trimestre (en *spot* y derivados), pero de oferta neta el resto del año. La oferta *spot* prevaleció en el segundo trimestre; mientras que en el tercer trimestre fue mayor la oferta en derivados. Entre octubre y noviembre la oferta en derivados fue contrarrestada parcialmente por demanda al contado.





FLUJOS CAMBIARIOS DE AFP E INVERSIONISTAS NO RESIDENTES 2020 (Millones de US\$)

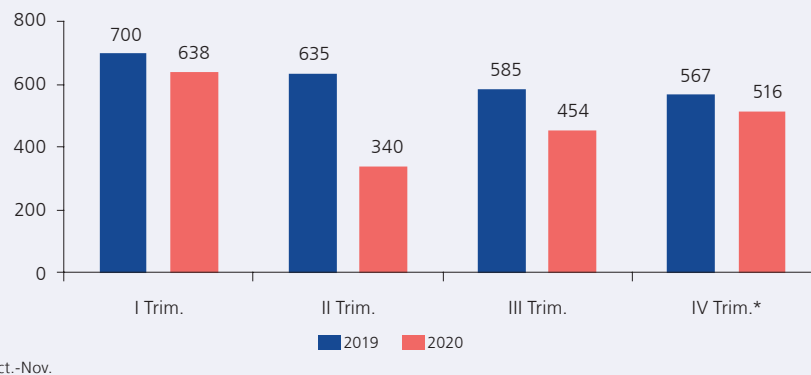


Empresas mineras

Este segmento exportador es ofertante regular de dólares en el mercado cambiario spot. En el segundo trimestre, sin embargo, las ventas de dólares al contado se redujeron sustancialmente por la paralización de las actividades mineras²³. Con la reapertura parcial de la economía las ventas de dólares aumentaron en el tercer trimestre, pero se encuentran aún en niveles inferiores a los observados en años previos.

Esta evolución de la oferta minera de dólares es consistente con la evolución de sus ingresos por exportación. Estos ingresos se redujeron de US\$ 2,1 miles de millones en promedio mensual en el primer trimestre a US\$ 1,4 miles de millones en el segundo trimestre, pero se habrían recuperado (a alrededor de US\$ 2,2 miles de millones) en el tercer trimestre, a los niveles previos a la pandemia.

FLUJOS CAMBIARIOS DE EMPRESAS MINERAS 2020 (Promedio Mensual en Millones de US\$)



23 Cabe mencionar que, la venta de dólares de las empresas mineras es estacionalmente mayor durante el primer trimestre debido al efecto de la regularización de impuestos en ese periodo.

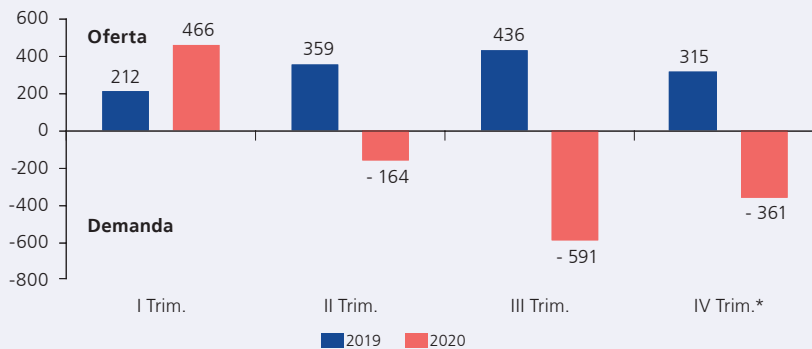
Participantes minoristas

En este grupo se incluyen empresas de diversos tamaños y personas naturales que realizan operaciones de compra o venta de dólares con la banca en montos inferiores a los US\$ 500 mil dólares. Por tanto, es un grupo heterogéneo con actividades económicas y expectativas cambiarias diversas. En los últimos años han sido ofertantes netos de dólares en el mercado cambiario *spot*. Sin embargo, a raíz de las restricciones asociadas a la pandemia actual, desde mayo que este segmento constituye demanda neta de dólares.

Esta mayor demanda neta corresponde, en parte, a la reducción de fuentes usuales de oferta en este grupo. En particular, dadas las restricciones de movilización, el turismo externo se redujo sustancialmente y, por tanto, se redujo la oferta granular de dólares. Así, las ventas de dólares mensuales promedio asociadas al turismo y por remesas del exterior se habrían reducido en el segundo trimestre y recuperado parcialmente en el tercer trimestre.

FLUJOS CAMBIARIOS DE PARTICIPANTES MINORISTAS 2020

(Promedio Mensual en Millones de US\$)



* Oct.-Nov.

Otros participantes

Este segmento puede generar oferta o demanda de dólares, pero el flujo neto suele ser de demanda, en parte por la dolarización parcial del balance o por el financiamiento en dólares de las operaciones a mediano plazo (préstamos o emisión de bonos) de las empresas. Parte del riesgo cambiario generado es cubierto con flujos al contado o con posiciones en derivados (aunque son relativamente pocas las empresas que los utilizan). Luego de la depreciación del periodo 2013-2015, que generó pérdidas cambiarias en muchas de estas empresas, un porcentaje significativo de ellas redujo su exposición a través de mayores compras de dólares o de la reducción de sus pasivos en esa moneda.²⁴

En el primer trimestre de 2020 la demanda promedio mensual fue de US\$ 460 millones, inferior a años previos. Sin embargo, en el segundo trimestre esta demanda de dólares subió considerablemente. La mayor demanda *spot* se asocia al impacto económico de la

24 La depreciación de casi 30 por ciento en ese periodo afectó las ganancias corporativas (Humala, 2019).

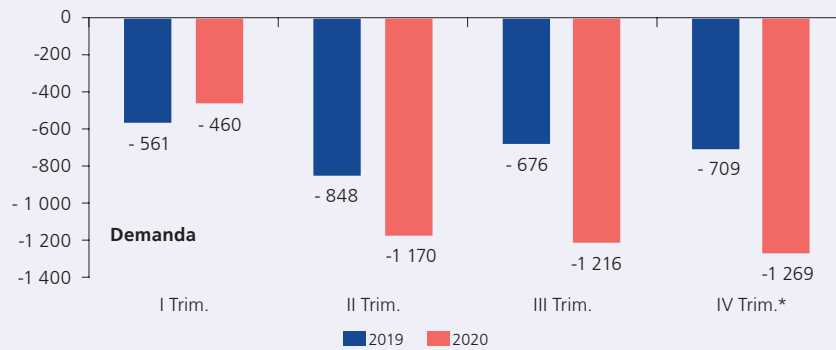




pandemia actual. La contracción de la actividad productiva redujo la generación de ingresos, en particular, de dólares (por ejemplo, menores cuentas por cobrar) mientras que, en algunas industrias, las cuentas por pagar se habrían reducido en menor proporción, generando así una demanda neta de dólares.

FLUJOS CAMBIARIOS DE OTROS PARTICIPANTES 2020

(Promedio Mensual en Millones de US\$)



* Oct.-Nov.

Expectativas cambiarias

Con una reversión progresiva del impacto económico de la pandemia actual, eventualmente, los inversionistas institucionales retomarían sus flujos cambiarios usuales de demanda *spot* y oferta con derivados de los fondos de pensiones, y oferta *spot* y demanda con derivados de los inversionistas no residentes. La reanudación de las actividades mineras regulares y los favorables términos de intercambio, permitirían retomar los niveles usuales de oferta cambiaria de este segmento. Sin embargo, la reversión de las presiones cambiarias dependerá de cuánto de la mayor demanda de los corporativos y minoristas se mantiene luego de superada la crisis.

Referencias

- Arslanalp, Serkan et al. (2020). *Benchmark-Driven Investments in Emerging Market Bond Markets: Taking Stock*. Fondo Monetario Internacional, Documento de Trabajo WP/20/192, setiembre.
- Cano-Alva, Alberto y Alberto Humala (2017). Operaciones *forward* de monedas y presiones cambiarias. Banco Central de Reserva del Perú, Revista Moneda 171, setiembre.
- Evans, Martin D. D. and Dagfinn Rime (2019). *Microstructure of Foreign Exchange Markets*. Febrero. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3345289>
- Humala, Alberto (2019). Sensibilidad de ganancias corporativas a volatilidad y descalce cambiario: Evidencia de Perú (2019). Banco Central de Reserva del Perú. Documento de Trabajo. DT No. 2019-021, diciembre.