

Mercado Cambiario:

comportamiento de los agentes económicos ante cambios en las expectativas depreciatorias y estrategias de intervención del

BCRP

DIEGO CHÁVEZ* Y RAFAEL NIVÍN**

Una característica importante del sistema financiero peruano es la existencia de una proporción significativa de activos y pasivos en moneda extranjera. Aun cuando esta proporción se ha reducido en los últimos años, continúa siendo una fuente de vulnerabilidad financiera, por el riesgo crediticio asociado con movimientos repentinos en el tipo de cambio y por la eventualidad de registrarse insuficientes niveles de liquidez en moneda extranjera.



* Especialista, Departamento de Análisis Táctico de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP.
diego.chavez@bcrp.gob.pe



** Especialista Senior, Departamento de Modelos Macroeconómicos del BCRP.
rafael.nivin@bcrp.gob.pe

ANTECEDENTES

El anuncio del fin de la política monetaria expansiva en Estados Unidos en mayo de 2013 dio inicio a un periodo de elevada volatilidad en los mercados financieros y, en particular, se generaron crecientes expectativas depreciatorias en las economías de la región, las cuales se vieron afectadas, además, por menores precios de sus materias primas ante la desaceleración de la economía China. Estas expectativas se acentuaron luego del primer incremento de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal (Fed) en diciembre de 2015, ante la incertidumbre sobre qué tan rápido su tasa de referencia regresaría a niveles previos a la Crisis Financiera Global.

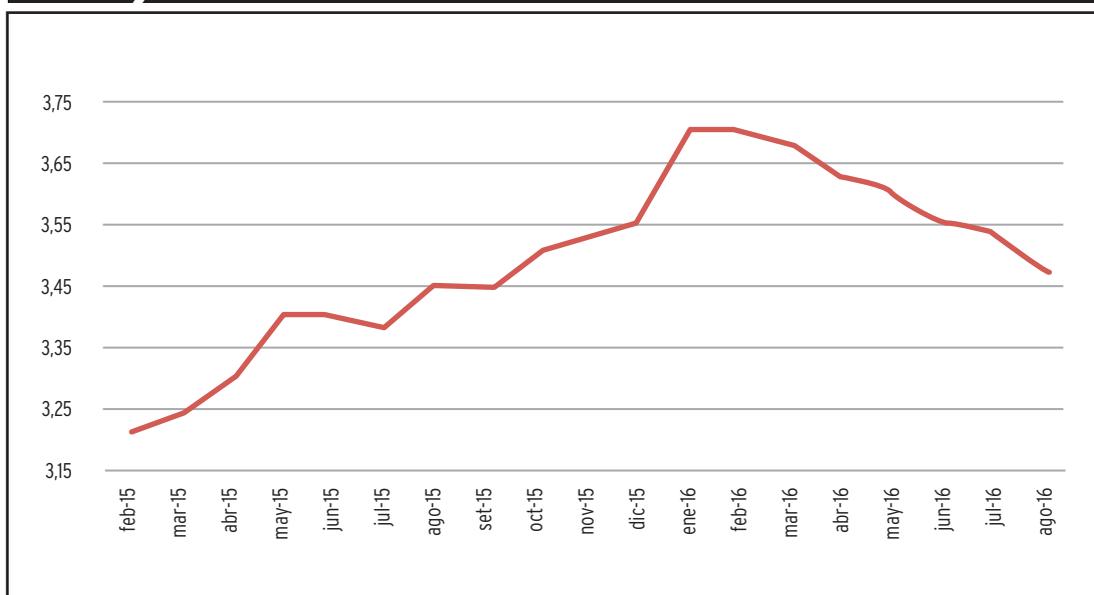
Este aumento en las expectativas depreciatorias se tradujo en una creciente demanda de inversionistas no residentes por operaciones de derivados de tipo de cambio con la banca (*Non Delivery Forwards*, NDF), las cuales usualmente se coberturan en el mercado *spot*. Por su parte, en el mercado local, dicho efecto se materializó en una recomposición de los portafolios de los agentes hacia activos en dólares (como fue el caso de las AFPs), así como una creciente dolarización de los depósitos del público. Así, el coeficiente de dolarización de los depósitos de las AFPs alcanzó 94,5 por ciento en el primer trimestre de 2016 (alza anual de 28,5 puntos porcentuales desde el inicio del tapering de la Fed en mayo de 2013), mientras que las empresas y las familias registraron incrementos de 6,3 y 3,0 puntos porcentuales, respectivamente.

Sin embargo, a partir de marzo de 2016, la tendencia del tipo de cambio se revirtió (Gráfico 1), principalmente por dos factores:

“ El cambio en las posiciones de derivados cambiarios y en el portafolio de los agentes económicos, que implica una mayor volatilidad en el tipo de cambio, contribuye a la formación de riesgos en la economía peruana que aun registra altos niveles de dolarización financiera. ”

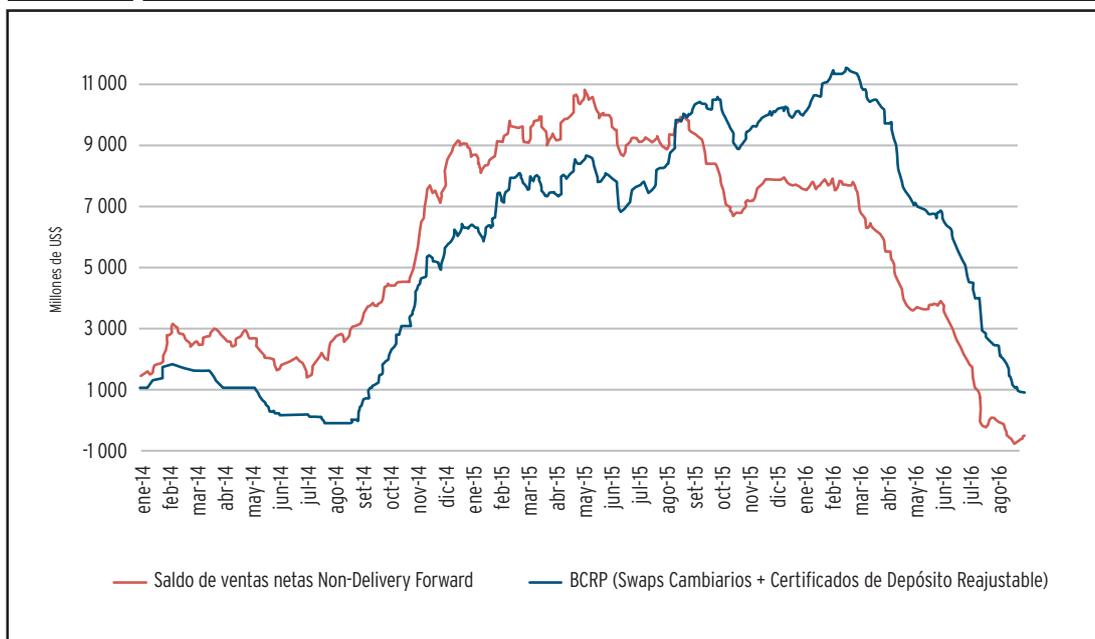
- i) Expectativas de que la Fed normalice su política monetaria a un ritmo más pausado de lo que previamente se anticipaba.
- ii) Mayores necesidades de fondos en soles por parte de las AFPs como respuesta a la promulgación de Ley 30425, que permite que los afiliados retiren hasta el 95,5 por ciento del saldo acumulado en su Cuenta Individual de Capitalización (CIC) cuando cumplan 65 años, además de la opción de usar hasta el 25 por ciento de su CIC para la cuota inicial de la compra de una primera vivienda o amortizar un crédito hipotecario vigente.

GRÁFICO 1 ■ Expectativas del tipo de cambio a dic-2017*
(S/ por US\$)



* CON BASE A LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE ANALISTAS ECONÓMICOS.
FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 2 Saldos de Ventas Netas NDF de la banca y de instrumentos cambiarios del BCRP



Esta moderación en las expectativas depreciatorias se tradujo en una reversión en las posiciones de los inversionistas no residentes (Gráfico 2) y en una nueva recomposición de los portafolios de los agentes domésticos hacia activos en soles.

EFFECTO EN LOS AGENTES ECONÓMICOS

En el caso de los inversionistas no residentes, el cambio de expectativa se vio reflejado en una significativa variación de sus posiciones en el mercado cambiario (Gráfico 3). Así, en el período comprendido entre el año 2014 y el primer bimestre de 2016, los inversionistas no residentes demandaron US\$ 9 502 millones (principalmente en operaciones *forward*). Mientras que sólo entre marzo y agosto de 2016 se ofertaron US\$ 9 028 millones (US\$ 993 millones en *spot* y US\$ 8 035 millones en *forward*).

En el caso de las AFP's, desde 2014 hasta el primer bimestre de 2016 demandaron US\$ 5 318 millones en el mercado cambiario, principalmente, en el mercado *spot* (Cuadro 2). Mientras que entre marzo y agosto de 2016, las AFPs han ofertado US\$ 2 539 millones (US\$ 1 588 millones en *spot* y US\$ 951 millones en *forward*), debido en parte al efecto de la promulgación de la Ley 30425, que requería que las AFP tuvieran liquidez

en moneda nacional para atender los retiros de los afiliados del saldo de su CIC.

Por su parte, los depósitos en moneda extranjera de la Banca, que aumentaron en el periodo comprendido entre el año 2014 y el primer bimestre de 2016 en US\$ 4 454 millones, registraron una disminución de US\$ 1 718 millones entre marzo y agosto de 2016.

Como resultado de esta recomposición de portafolios de los agentes económicos, el coeficiente de dolarización de los depósitos revirtió las alzas registradas hasta el primer trimestre de 2016. Así, dicho coeficiente se redujo en 45 puntos porcentuales en el caso de las AFPs, 5 puntos porcentuales en el caso de las empresas y 2 puntos porcentuales en el caso de las familias (Cuadro 1).

Este cambio en las posiciones de derivados cambiarios y en el portafolio de los agentes económicos, ha influido en la volatilidad del tipo de cambio dentro de una economía que aun registra altos niveles de dolarización financiera.

RESPUESTA DEL BCRP

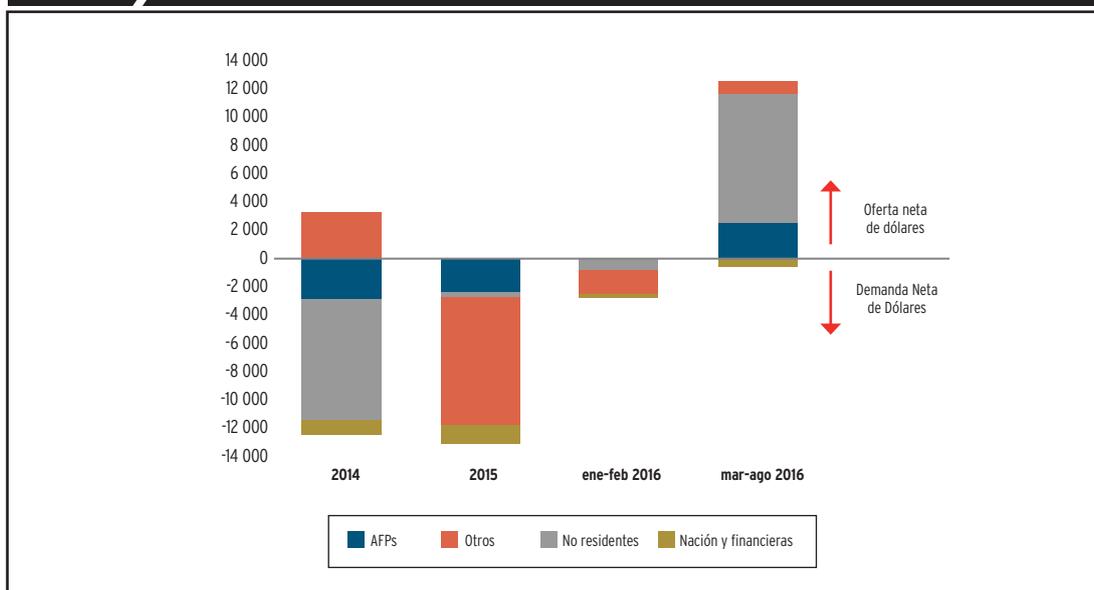
Las intervenciones en el mercado cambiario en el Perú buscan reducir la volatilidad del tipo de cambio así como acumular reservas internacionales para prevenir el efecto hoja de balance en el sector privado con dolarización financiera parcial.

Una característica importante del sistema financiero peruano es la existencia de una proporción significativa de activos y pasivos en moneda extranjera. Aun cuando esta proporción se ha reducido en los últimos años, continúa siendo una fuente de vulnerabilidad financiera por el riesgo crediticio asociado con movimientos repentinos en el tipo de cambio y por la eventualidad de registrarse insufi-

CUADRO 1 Coeficiente de dolarización de los depósitos del sector privado

	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16
Empresas	53,0	50,7	52,2	56,1	53,0	50,5	51,0
Personas	35,3	33,7	37,1	37,0	35,7	35,1	35,2
Fondos de Pensiones	83,8	88,6	92,3	94,5	81,2	58,2	49,6
Fondos Mutuos	59,6	54,6	48,7	43,4	41,8	40,6	42,5

GRÁFICO 3 Mercado Cambiario: Flujos cambiarios (Millones de US\$)



cientos niveles de liquidez en moneda extranjera. En tal sentido, una depreciación cambiaria puede incrementar la morosidad crediticia en los agentes económicos con descalces cambiarios. Asimismo, la dependencia del sistema financiero de fuentes de financiamiento externas puede crear presiones sobre las reservas internacionales de requerirse financiamiento por parte del BCRP (Rossini et al., 2011, 2013).

En tal sentido, durante este episodio de cambios significativos en los mercados financieros internacionales, el BCRP ha intervenido de manera activa en el mercado cambiario buscando reducir la volatilidad del tipo de cambio, sin alterar su tendencia, con el fin de reducir los riesgos asociados a los descalces cambiarios de los agentes económicos (Gráfico 4).

El BCRP posee diversos instrumentos con los que puede reducir la volatilidad del tipo de

cambio. En los escenarios de depreciación de la moneda local, los instrumentos mayormente usados fueron los siguientes¹:

- Intervención en el mercado *spot* por medio de la venta de dólares *spot*.
- Colocación de Certificados de Depósito Reajutable (CDR): instrumento de deuda emitido por el BCRP indexado al dólar americano que busca proveer al sistema financiero de un activo que le permita incrementar su posición en moneda extranjera.
- Colocación de *Swaps* Cambiarios Venta (SC BCRP): instrumento financiero derivado en el que el BCRP asume el compromiso de pagar una tasa de interés fija en dólares más la depreciación, sobre un monto notional en dólares y recibir una tasa de interés variable en soles sobre el equivalente en moneda nacional de dicho monto. Este instrumento

CUADRO 2 Flujos Cambiarios^{1/} (Millones de US\$)

Oferta Neta según cliente	2014		2015		2016							
					Ene - Feb		Mar - Ago					
	Spot	Derivados	Spot	Derivados	Spot	Derivados	Spot	Derivados				
AFP	-1 419	-1 499	-2 918	-2 494	190	-2 304	5	-102	-96	1 588	951	2 539
No Residentes	-4 148	-4 201	-8 349	55	-504	-448	-295	-410	-705	993	8 035	9 028
Arbitraje	-27 388	27 388	-	-24 413	24 413	-	-2 028	2 028	-	1 720	-1 720	-
Nación y financieras	-1 096	-36	-1 132	-1 567	-23	-1 590	-272	-	-272	-445	7	-437
Otros	-176	3 228	3 052	-9 858	949	-8 909	-1 570	-116	-1 686	1 161	-431	730
Total	-34 227	24 881	-9 346	-38 277	25 026	-13 251	-4 160	1 400	-2 760	5 017	6 842	11 859

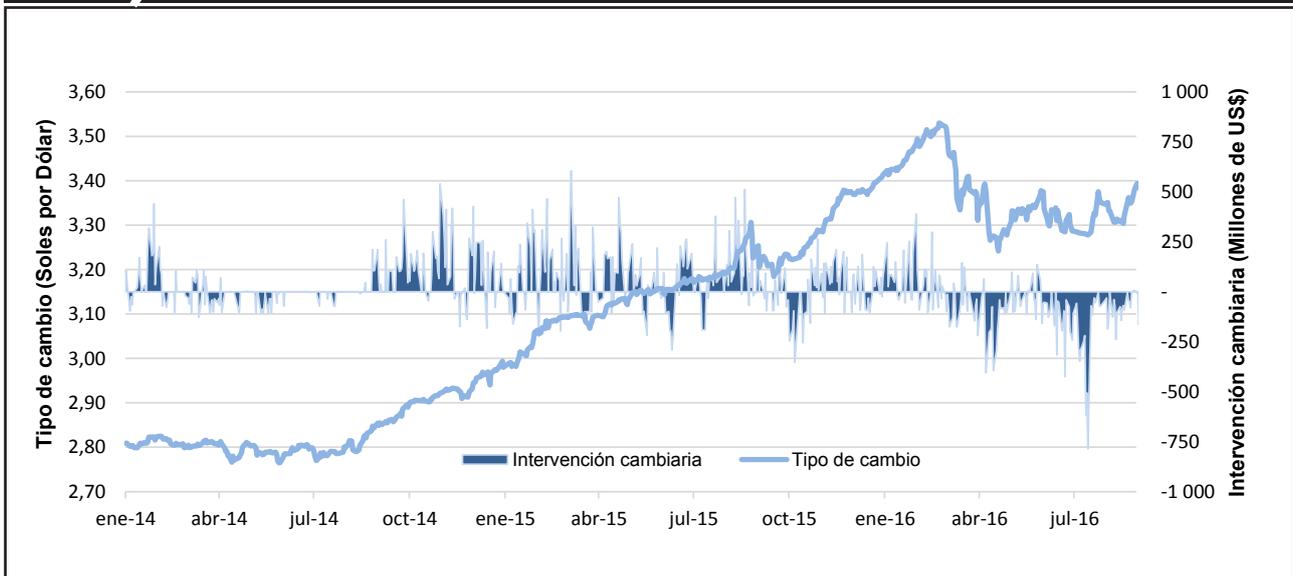
1/ SIGNO NEGATIVO SIGNIFICA DEMANDA NETA DE MONEDA EXTRANJERA.

2/ INCLUYE OPERACIONES PACTADAS Y LOS VENCIMIENTOS SIN ENTREGA DE FORWARDS, SWAPS Y OPCIONES.

3/ MONTOS NETOS DE ARBITRAJE.

¹ Ver nota metodológica del BCRP: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Normas-Legales/Circulares/2015/nota-metodologica.pdf>

GRÁFICO 4 ■ Tipo de cambio e intervención cambiaria^{1/}



1/ VENTAS NETAS DE DÓLARES, COLOCACIÓN NETA DE CDR BCRP, COLOCACIÓN NETA DE SWAPS CAMBIARIOS, EMISIÓN DE REPO DE SUSTITUCIÓN Y EMISIÓN DE CD CON PAGO EN DÓLARES.

CUADRO 3 ■ Intervención del BCRP en el mercado cambiario^{1/}

Modalidad	2014	2015	2016	
			Ene-Feb	Mar-Ago
Ventas Netas <i>Spot</i>	4 208	8 064	1 140	-1 926
Colocación de CD con pago en dólares	-	-	-	-410
Ventas por REPO de sustitución	-	1 529	-	-
Colocación neta de CDRs	-230	1 241	191	-2 081
Colocación neta de <i>Swaps</i> Cambiarios	5 586	2 320	1 157	-8 317
Total	9 564	13 154	2 488	-12 735

1/ SIGNO NEGATIVO SIGNIFICA DEMANDA DE DÓLARES.

ha sido utilizado, mayormente, para cubrir los flujos de demanda provenientes del mercado de derivados por parte de inversionistas no residentes, siendo sus principales ventajas el no afectar las reservas internacionales del BCRP ni la liquidez del sistema bancario.

- Ventas asociadas a Repo de Monedas bajo el Esquema Sustitución: son operaciones de reporte en moneda local donde el colateral es un depósito en dólares. Estas operaciones incluyen una venta *spot* por parte del BCRP

GRÁFICO 5 ■ Evolución de las monedas de la región (UM por US\$, ene-2013=100)

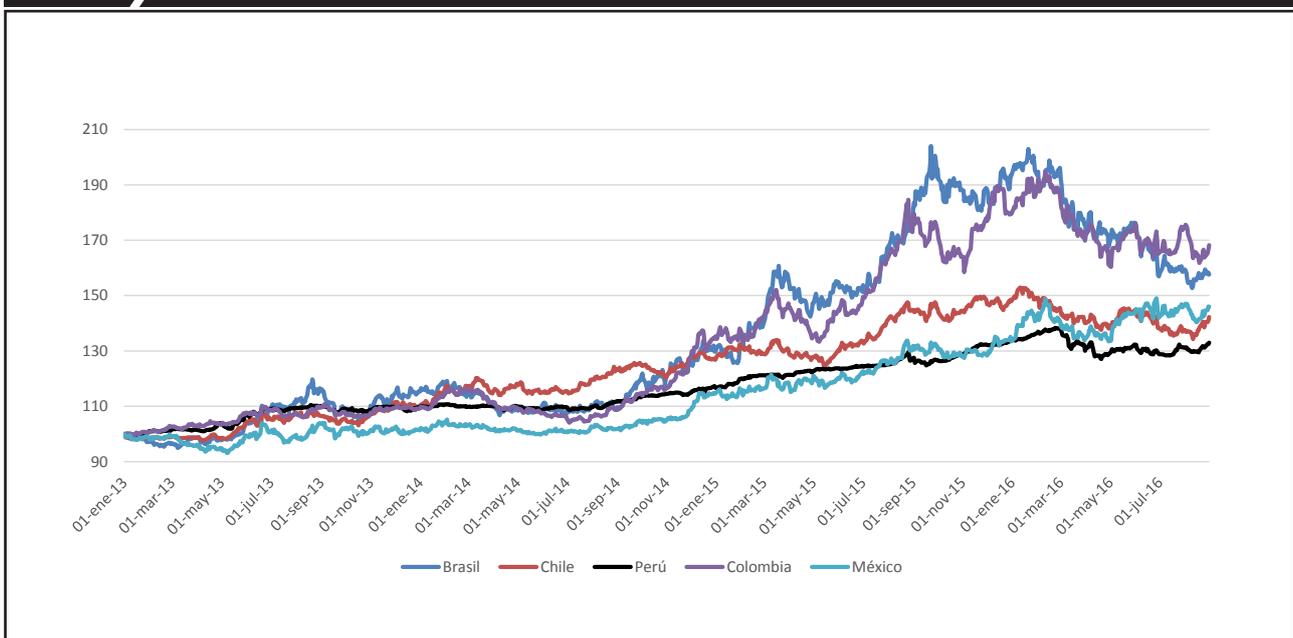
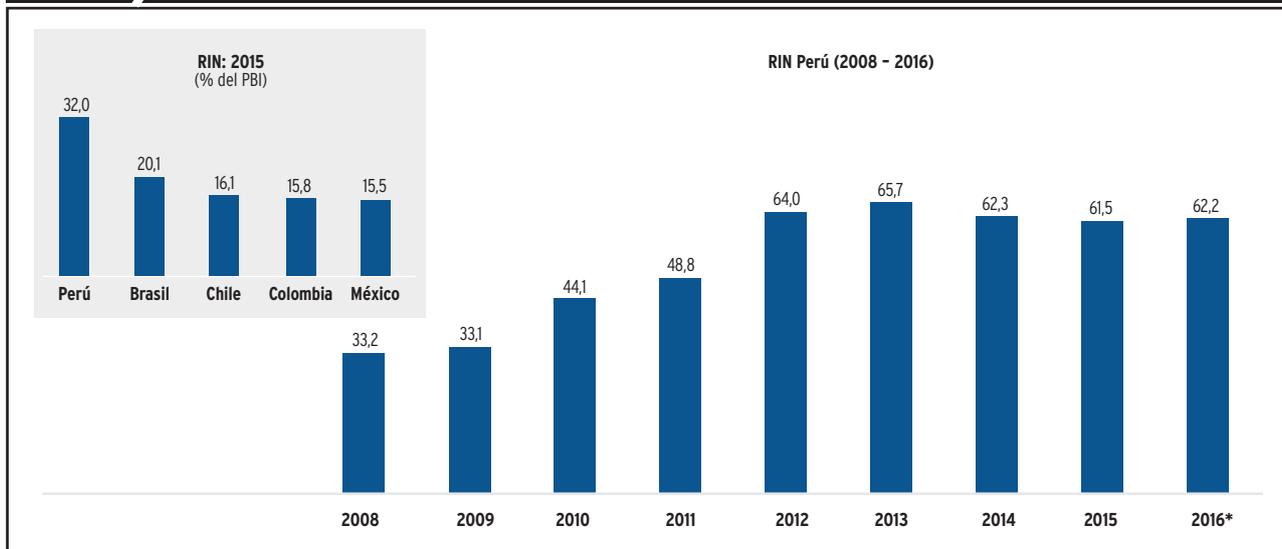


GRÁFICO 6 ■ Reservas Internacionales Netas
(Miles de millones de US\$)



* AL 22 DE DICIEMBRE.

a la entidad financiera y buscan incentivar la conversión de créditos concedidos en dólares a créditos en moneda nacional en las entidades financieras.

A partir de marzo de 2016, debido a la reversión de las expectativas depreciatorias, el BCRP ha actuado a través de los siguientes instrumentos:

- Intervención en el mercado *spot* por medio de la compra de dólares *spot*.
- Colocación de Certificado de Depósito liquidable en dólares: Son certificados de depósitos denominados en soles, pero que al momento de la emisión y de la redención, se pagará en dólares.
- Vencimiento anticipado de Swap Cambiario BCRP Venta: A la fecha de vencimiento de un swap cambiario venta, la entidad financiera registra una caída en su posición de cambio. En el caso del vencimiento anticipado por mutuo acuerdo, la entidad financiera solicita el vencimiento, en caso el BCRP decida aceptar estas operaciones, la entidad financiera registrará una posición compradora en el mercado de derivados. Recientemente, el BCRP ha incorporado la terminación anticipada por mecanismo de subasta y las operaciones simultáneas².

Así, durante los años 2014, 2015 y el primer bimestre de 2016 el BCRP intervino con ventas netas en el mercado *spot* por un monto de US\$ 13 412 millones, y se colocaron en neto *Swaps* cambiarios y CDRs por un monto de US\$ 9 063 millones y US\$ 1 202 millones, respectivamente.

Asimismo, se registraron ventas asociadas con las operaciones de Repo de Sustitución por US\$ 1 529 millones. Por su parte, con la reversión de las expectativas depreciatorias, entre marzo y agosto de este año, el BCRP ha registrado una posición compradora: US\$ 1 926 millones de compras netas en el mercado *spot*, vencimientos netos de US\$ 8 317 millones de *swaps* cambiarios y US\$ 2 081 millones de CDR, así como la colocación de CDs liquidables en dólares por US\$ 410 millones (Cuadro 3).

Esta respuesta del BCRP frente a escenarios cambiantes en las expectativas del dólar ha permitido reducir la volatilidad del tipo de cambio en comparación a la evolución de las monedas de la región y con ello se ha logrado aislar la economía de la elevada volatilidad que han mostrado los mercados financieros internacionales (Gráfico 5). En esta respuesta efectiva del BCRP, no solo ha sido importante el mantener un amplio nivel de reservas internacionales (Gráfico 6) que permite un mayor margen para enfrentar choques financieros y contribuye a la efectividad de la política monetaria y a la estabilidad del sistema financiero, sino también contar con un número amplio de instrumentos operativos que facilitan la capacidad de respuesta del BCRP.

REFERENCIAS:

- **Rossini,R & Quispe,Z & Rodriguez,D, 2011.** "Capital flows, monetary policy and forex intervention in Peru," BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Capital flows, commodity price movements and foreign exchange intervention, volume 57, pages 261-274 Bank for International Settlements.
- **Rossini, R & Quispe,Z & Serrano,E, 2013.** "Foreign exchange intervention in Peru," BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Sovereign risk: a world without risk-free assets?, volume 73, pages 243-262 Bank for International Settlements.

² Ver nota de prensa: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Notas-Informativas/2016/nota-informativa-2016-10-11-1.pdf>