

Recuadro 8

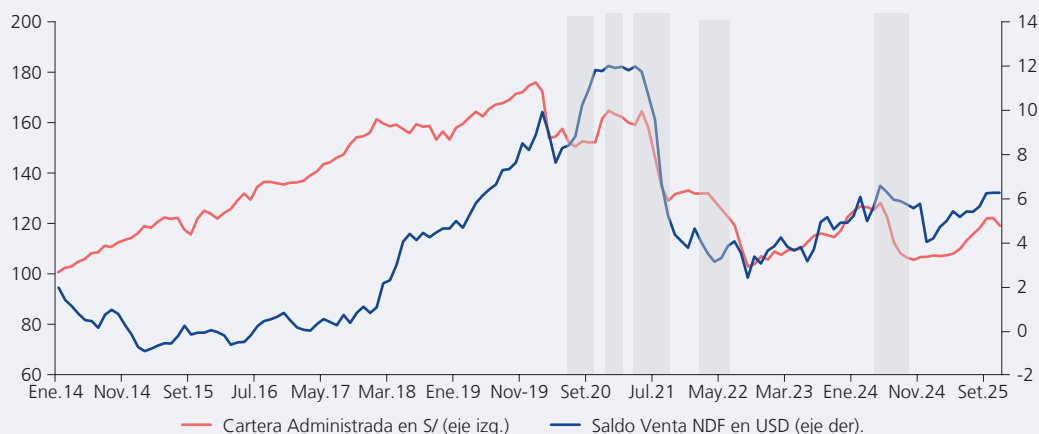
IMPACTO DE LOS RETIROS DE FONDOS DE PENSIONES EN EL MERCADO CAMBIARIO

Entre 2020 y 2024, los retiros extraordinarios de fondos previsionales sumaron aproximadamente S/ 115 mil millones, equivalentes al 11 por ciento del PBI, generando una demanda significativa de liquidez por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Para atender estos desembolsos, las AFP liquidaron activos como bonos soberanos, bonos corporativos, acciones y derivados, lo que provocó desbalances temporales en los mercados financieros y efectos estructurales en el mercado cambiario local.

La reducción del tamaño de los portafolios administrados por las AFP ha sido notable: de S/ 174,8 mil millones en diciembre de 2019 a S/ 119,3 mil millones en noviembre de 2025, una caída cercana al 32 por ciento. Esta disminución ha reducido su demanda estructural de posiciones *forward* venta y de coberturas cambiarias, limitando la participación de las AFP en el mercado cambiario.

AFP: CARTERA ADMINISTRADA Y SALDO VENTA NETO *NON-DELIVERY FORWARD*

(En miles de millones)



Nota: El área sombreada corresponde a los meses de pagos de las solicitudes de retiro.
Fuente: BCRP y SBS. A noviembre 2025.

Tradicionalmente, las AFP destinan parte de los aportes en soles a la adquisición de activos en el exterior, lo que las convierte en demandantes netas de dólares en el mercado *spot*³³. Para mitigar el riesgo cambiario³⁴, emplean operaciones *forward*, principalmente mediante la venta de *Non-Delivery Forwards* (NDF)³⁵. Esta estrategia les permite cubrirse ante posibles apreciaciones del sol, que reducirían el valor en moneda local de sus activos externos.

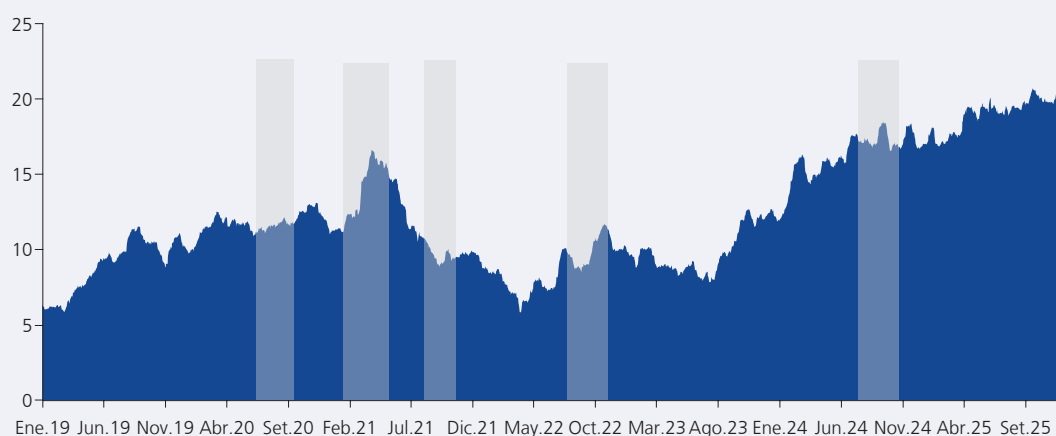
Sin embargo, los retiros extraordinarios obligaron a liquidar posiciones externas, disminuyendo temporalmente la dolarización de las inversiones y convirtiendo a las AFP en ofertantes netas de dólares en el mercado *spot*, además de reducir sus ventas de NDF. Así, el saldo venta neto NDF de las AFP pasó de USD 8,2 mil millones en diciembre de 2019 a USD 6,2 mil millones en octubre de 2025.

En paralelo, se observa también que los inversionistas no residentes participan más activamente en la demanda de derivados para cubrir su exposición al sol, aumentando sus compras netas NDF, en un entorno caracterizado por una menor oferta de derivados proveniente de las AFP.

- 33 Entre enero de 2012 y abril de 2020, las AFP presentaron flujos de demanda neta en el 70 por ciento de los meses, este porcentaje ha disminuido a 46 por ciento entre mayo de 2020 y noviembre de 2025.
- 34 La exposición en moneda extranjera es el monto invertido por la AFP en moneda extranjera, corresponde a la dolarización del portafolio.
- 35 Los flujos mensuales de oferta neta en el mercado de derivados disminuyeron de 68 a 58 por ciento entre los periodos comprendidos entre enero de 2012 y abril de 2020; y mayo de 2020 y noviembre de 2025.

SALDO VENTA NETO NDF A NO RESIDENTES

(En miles de millones USD)



Comprende las operaciones realizadas de los bancos locales y las AFP a los inversionistas no residentes.

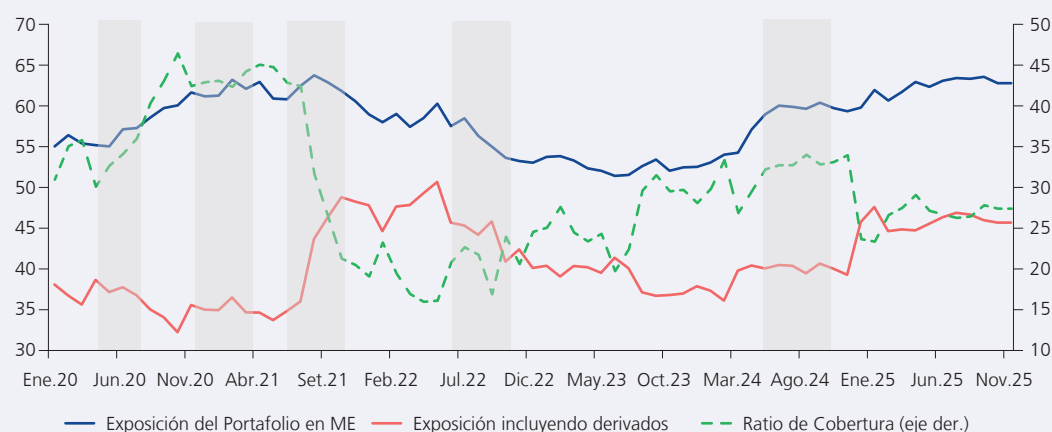
Nota: El área sombreada corresponde a los meses de pagos de las solicitudes de retiro.

Fuente: BCRP y SBS. A noviembre 2025.

Durante los periodos de retiro, el ratio de cobertura³⁶ de las AFP disminuyó, debido a que la exposición en moneda extranjera se redujo más rápido que el ajuste de las coberturas vigentes. Para obtener liquidez en soles, las AFP vendieron activos en dólares, pero no siempre pudieron ajustar sus contratos *forwards* en la misma proporción. Factores como la necesidad de evitar presiones adicionales en el mercado *spot*, los costos de vencimiento anticipado y los requerimientos de liquidez limitaron el ajuste de los contratos *forwards*. Asimismo, la apreciación del sol que suele acompañar estos episodios redujo el valor en soles de la exposición en dólares, amplificando la caída del ratio de cobertura.

COBERTURA CAMBIARIA DE LAS AFP

(En porcentaje)



Nota: El área sombreada corresponde a los meses de pagos de las solicitudes de retiro.

Fuente: BCRP y SBS. A noviembre 2025.

En estos episodios, los flujos en el mercado cambiario reflejaron, en promedio, una mayor oferta de dólares en el mercado *spot* y una mayor demanda neta de derivados. Estos flujos fueron mucho mayores que los habituales y, en conjunto, las AFP se mantuvieron como ofertantes netos en el mercado local.

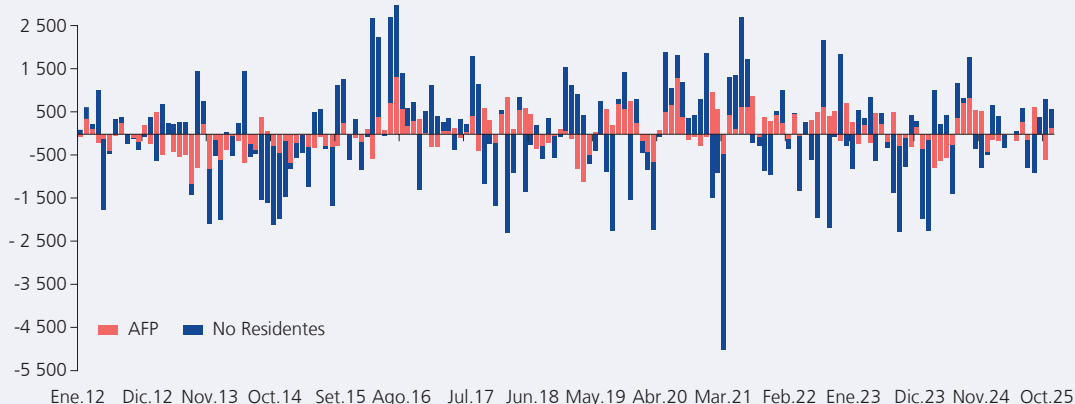
Históricamente, la oferta neta de dólares de las AFP en el mercado de derivados tendía a compensar la demanda de los inversionistas no residentes. Sin embargo, al reducirse su portafolio en moneda extranjera también disminuyó esta capacidad.

36 El ratio de cobertura indica qué porcentaje de la exposición en moneda extranjera de la AFP se encuentra cubierto contra movimientos en el tipo de cambio con instrumentos derivados, principalmente NDF. Se determina como:

$$\left(\frac{\text{Exposición del portafolio en moneda extranjera} - \text{Exposición incluyendo derivados}}{\text{Exposición del portafolio en moneda extranjera}} \right) * 100$$


OFERTA NETA DE AFP Y NO RESIDENTES

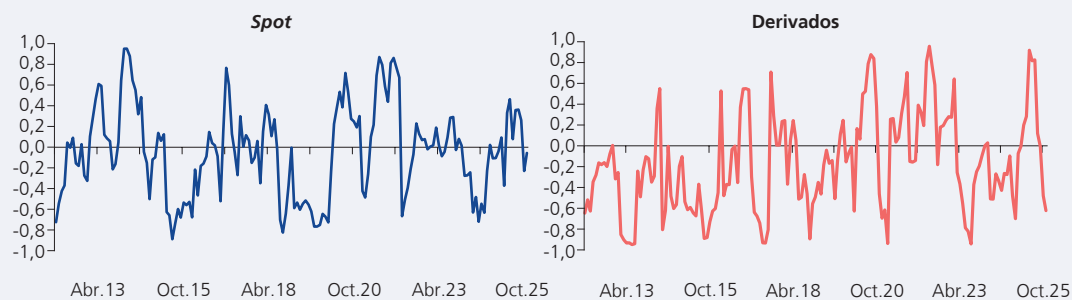
(Monto en millones USD)



Fuente: BCRP. A noviembre 2025.

La correlación entre los flujos del mercado cambiario de las AFP y los inversionistas no residentes fue mayormente negativa entre 2012 y 2025, tanto en el mercado *spot* como en el de derivados. Sin embargo, se ha hecho menos frecuente después de 2020. En el mercado *spot*, la correlación negativa bajó del 58 por ciento de los meses al 39 por ciento, y en el mercado de derivados, del 79 por ciento al 48 por ciento.

COEFICIENTE DE CORRELACIÓN: OFERTA NETA DE AFP Y NO RESIDENTES*



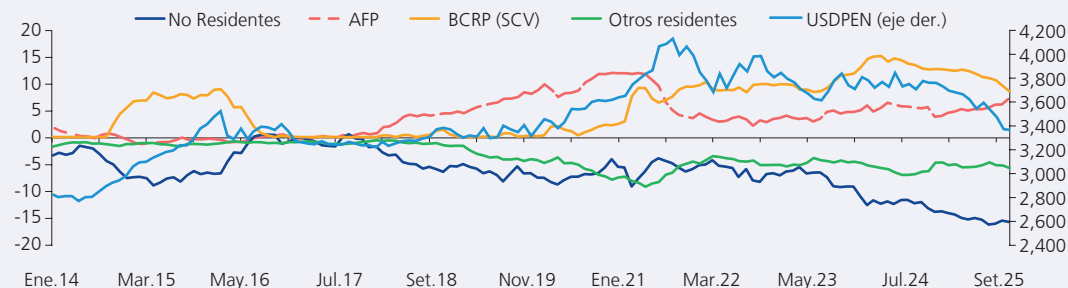
* Ventanas móviles de 6 meses.

Fuente: BCRP. A noviembre 2025.

En síntesis, los retiros extraordinarios han reducido el rol estabilizador de las AFP en el mercado cambiario, al disminuir las AFP sus posiciones *forward* tras liquidar activos externos. En conjunto, los retiros extraordinarios aumentaron la sensibilidad del mercado cambiario a los choques de flujos y redujeron la correlación entre las posiciones de AFP y de los inversionistas no residentes respecto de los niveles observados antes de 2020. Al mismo tiempo, el BCRP incrementó el uso de *swaps* cambiarios para reducir la volatilidad y preservar el funcionamiento ordenado del mercado.

SALDO DE COMPRAS NETAS NDF DE LA BANCA Y TIPO DE CAMBIO

(Monto en miles de millones USD)



Fuente: BCRP y SBS. A noviembre 2025.