

# Operaciones *Forward* de MONEDAS Y PRESIONES CAMBIARIAS

ALBERTO HUMALA\* Y ALBERTO CANO-ALVA\*\*

Las presiones cambiarias sobre el Sol reflejan operaciones al contado (*spot*) y con derivados financieros (*forward*) de los clientes bancarios residentes y no residentes. Estas operaciones generan transacciones compensatorias de los bancos, para gestionar su propia exposición al riesgo cambiario, que afectan al tipo de cambio interbancario.



\* Asesor de Investigación de Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera del BCRP  
alberto.humala@bcrp.gob.pe



\*\* Supervisor Líder, Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP  
alberto.canoalva@bcrp.gob.pe

Las presiones diarias de depreciación (apreciación) sobre el Sol reflejan la demanda (oferta) neta de dólares de los clientes bancarios, residentes y no residentes, en el mercado cambiario. Estas presiones se manifiestan a través de operaciones cambiarias al contado (*spot*) y con derivados financieros; que provocan variaciones en la posición de cambio de los bancos. Estas variaciones motivan, a su vez, transacciones compensatorias de compra (venta) por parte de los bancos, para mantener sus posiciones de cambio deseadas.

La posición de cambio contable (PCC) de un banco refleja la posición neta de efectivo que tiene en moneda extranjera. Es decir, la PCC es igual a los activos totales en dólares menos los pasivos totales en esa moneda (asumiendo que no tiene otras monedas extranjeras). Se le denomina contable porque se obtiene de las posiciones en el balance de la entidad.

La posición en dólares en el balance del banco, sin embargo, no refleja todo el riesgo cambiario del mismo. Para determinarlo es necesario agregar la posición neta que mantiene en instrumentos financieros derivados (fuera de balance). Es decir, deben considerarse las posiciones largas (de compra) menos las posiciones cortas (de venta) en derivados que mantiene el banco. De esta manera, se puede calcular su posición de cambio global (PCG) como la suma de la posición contable más la posición neta en derivados. Esta PCG representa el riesgo cambiario total al que está expuesto el banco.

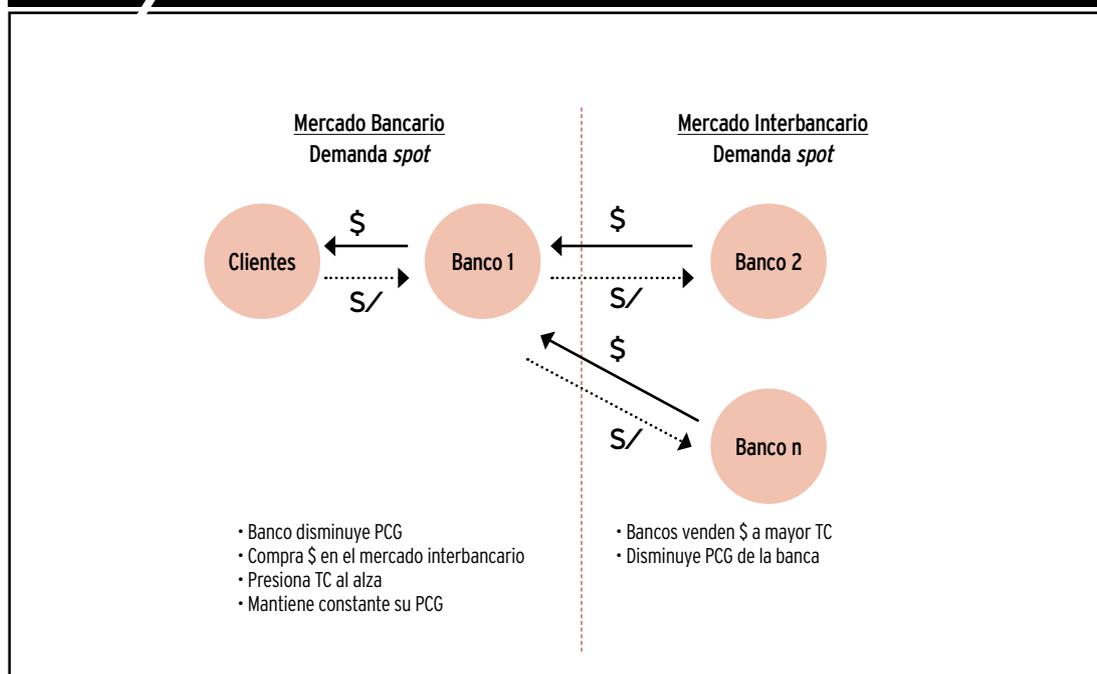
### PRESIONES DE DEPRECIACIÓN POR DEMANDA SPOT

Los clientes recurren al mercado bancario demandando dólares, por ejemplo, porque requieren realizar pagos en esta moneda, desean tomar una cobertura contra fluctuaciones cambiarias o están especulando a que el Sol se deprecie. Usualmente, un banco compensa esta demanda con la oferta que recibe de otros clientes. Sin embargo, si la demanda neta (demandas menos ofertas) que el banco atiende es positiva, verá disminuir su PCC y, por tanto, su PCG.

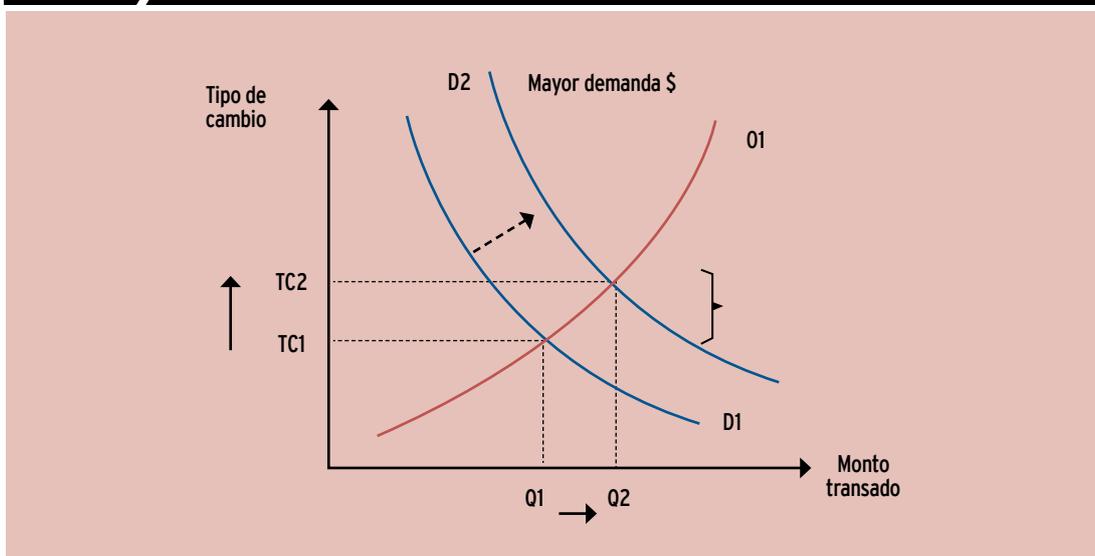
En un contexto de expectativas de depreciación del Sol, es de esperar que el banco no desee disminuir su PCG y busque comprar en el mercado interbancario (a otros bancos) los dólares que vendió a sus clientes. Por ello, la demanda inicial se traslada hacia los demás bancos que, para aceptar vender sus dólares (y reducir su PCG), requerirán un mayor tipo de cambio. Así, se genera una presión de depreciación del Sol. La PCG de la banca disminuye, pues los bancos venden dólares para satisfacer la demanda de sus clientes (Gráfico 1).

Otra manera de evaluar estas presiones de depreciación es a través de las curvas de oferta y demanda de dólares en el mercado interbancario. Partiendo de un equilibrio donde la demanda es igual a la oferta, con un tipo de cambio inicial, una mayor demanda de los clientes bancarios generará un desplazamiento de la curva de demanda (hacia arriba y a la derecha) en el mercado interbancario. Este movimiento determinará un nuevo equilibrio

GRÁFICO 1 ■ Demanda por venta *spot* de la banca



**GRÁFICO 2** ■ Demanda y oferta cambiarias en mercado interbancario



a un tipo de cambio más alto y un mayor monto transado (Gráfico 2).

Dado un determinado contexto financiero, si el Banco Central considera excesiva la volatilidad cambiaria generada por la mayor demanda neta, puede decidir intervenir en el mercado cambiario *spot*. En este caso, lo hará vendiendo dólares, con el consecuente aumento de la oferta de dólares en el mercado interbancario (desplazamiento hacia abajo y a la derecha de la curva de oferta). Con ello, la variación cambiaria podrá ser menor o incluso revertirse.

### PRESIONES DE DEPRECIACIÓN POR DEMANDA FORWARD

Otro tipo de demanda de dólares de los clientes bancarios es la que se origina a través de operaciones *forward* de monedas.<sup>1</sup> Los clientes que requieren comprar dólares para su negocio (por ejemplo, los importadores) y desean eliminar la incertidumbre de un tipo de cambio futuro más alto, pueden pactar comprar dólares, a una cotización establecida, para una fecha posterior. Al momento de pactar esta operación, no hay ningún flujo de efectivo entre las partes; sólo el compromiso de efectuar lo pactado al vencer el plazo acordado. Esto les permite concentrarse en la actividad propia del negocio y no en el riesgo financiero que le genera la volatilidad cambiaria.

Asimismo, clientes que buscan obtener ganancias especulando sobre la tendencia de depreciación, pueden comprar (posición larga) dólares en el mercado *forward* y esperar que el tipo de cambio efectivamente aumente a la fecha del vencimiento del contrato. Si el tipo de cambio *spot* al venci-

miento de la operación es mayor al tipo de cambio *forward* pactado, el cliente comprará los dólares a este precio *forward*, pero recibirá dólares que tienen un valor de mercado superior. Si la operación *forward* fue pactada en la modalidad sin entrega (NDF, por sus siglas en inglés), el cliente ganará el diferencial entre ambos tipos de cambio multiplicado por el valor nominal de la operación. De cualquier manera, cuando el cliente demanda al banco una posición larga (de compra) *forward*, la posición neta en derivados del banco disminuye, pues éste asume la posición corta (de venta). Este efecto podrá ser compensado si el banco tiene otros clientes que requieran vender dólares *forward*, pues el banco compraría dólares *forward*, probablemente con una ganancia por diferencial compra-venta<sup>2</sup>. Sin embargo, si la demanda neta *forward* de sus clientes es positiva, la PCG del banco disminuirá<sup>3</sup>. Así, el banco podrá verse impulsado a reponer su PCG comprando dólares *spot* a los otros bancos. Como en el caso de la demanda neta *spot*, esto generará una presión de depreciación del Sol y una disminución de la PCG de la banca (Gráfico 3). Entonces, el tipo de cambio tenderá a subir si los bancos realizan más operaciones *forward* de venta, que corresponden a demandas *forward* de sus clientes (por cobertura o especulación).

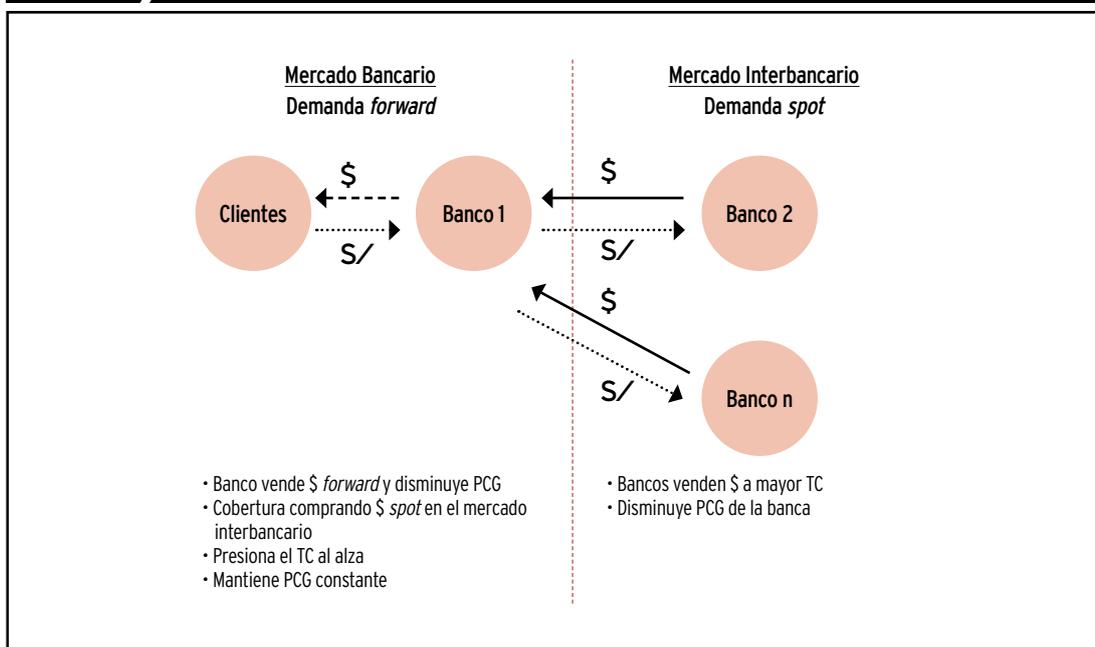
De manera similar al caso anterior, si el Banco Central considera que esta demanda *forward* genera una presión cambiaria *spot* excesiva, puede decidir intervenir en el mercado cambiario *spot*. Pero en estas circunstancias, puede realizar su intervención ofreciendo instrumentos como los *swaps* cambiarios (venta) o los Certificados de

<sup>1</sup> Este análisis se extiende también a otros derivados financieros, como los *swaps* y las opciones.

<sup>2</sup> De la misma manera que puede ganar por el diferencial compra-venta en el mercado *spot*.

<sup>3</sup> Este efecto podría ser compensado, alternativamente, por una oferta neta *spot* de sus clientes, que le proporcione una PCC positiva.

GRÁFICO 3 | Demanda por venta *forward* de la banca



Depósitos Reajustables (CDR), que compensan a los bancos por la demanda *forward* que reciben de sus clientes.<sup>4</sup>

**PRESIONES DE DEPRECIACIÓN POR VENCIMIENTOS FORWARD COMPRA**

Correspondientemente, al pactar el banco una posición larga *forward* aumenta su PCG (y genera una presión de apreciación, que se describe más adelante). Por tanto, al vencer el plazo de esta operación el banco verá reducida su PCG (pues su posición neta en derivados se reduce). Dadas sus expectativas cambiarias, si el banco desea reponer esta PCG, tendrá que compensar este efecto inicial en su posición cambiaria.

La reacción del banco, sin embargo, dependerá del tipo de contrato *forward* que haya pactado. Si la operación *forward* es con entrega, al vencimiento el banco aumenta su PCC al recibir los dólares, lo que compensa la disminución de la posición neta de derivados<sup>5</sup>. En consecuencia, los vencimientos *forward* compra con entrega no generan efecto cambiario en el mercado interbancario.

Cuando se trata de un NDF, la disminución de la PCG no se compensa con un aumento correspondiente de la PCC, pues el banco sólo recibe (o paga) el resultado financiero neto. Por ende, el banco buscará adquirir dólares *spot* en el mercado interbancario si desea mantener constante su exposición al riesgo cambiario. Nuevamente, ello generará una presión de depreciación del Sol y una disminución de la PCG de la banca.

**PRESIONES DE DEPRECIACIÓN POR AUMENTO DE POSICIÓN DE CAMBIO GLOBAL**

Considerando las operaciones de sus clientes, residentes y no residentes, los bancos pueden desear, además, variar su exposición al riesgo cambiario según sus propias expectativas sobre el tipo de cambio. Por ejemplo, con expectativas de depreciación, un banco puede decidir aumentar su PCG mediante una compra de dólares *spot* en el mercado interbancario. Ello generará una presión al alza sobre el tipo de cambio. En caso no haya una oferta de clientes (*spot* o *forward*) que compense este movimiento, la PCG de la banca no se alterará, sino que se redistribuirá entre los bancos.

Por lo expuesto, las presiones de depreciación que se manifiestan en un día de transacciones cualquiera en el mercado interbancario pueden originarse en el mercado bancario por una mayor demanda de dólares *spot*, por una mayor demanda *forward* o por el efecto de los vencimientos netos de *forward* compra sin entrega. Los bancos tratan de cubrir estas operaciones, para no afectar su riesgo cambiario global, comprando dólares *spot* en su mercado interbancario. Adicionalmente, esta presión puede responder a la propia decisión de los bancos por aumentar su posición de cambio global. Por supuesto, cualquier combinación de todos estos factores, significará también una presión al alza del tipo de cambio.

<sup>4</sup> Véase una descripción de la operatividad de estos instrumentos en <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Normas-Legales/Circulares/2015/nota-metodologica.pdf>.  
<sup>5</sup> La PCG sólo se modificaría por la ganancia o pérdida efectiva que se realice al vencimiento del *forward*.

## PRESIONES DE APRECIACIÓN POR OFERTA *SPOT*

De manera análoga, las presiones de apreciación se generan por ofertas netas *spot* de los clientes de los bancos y las respuestas de éstos para gestionar sus posiciones cambiarias. Así, por ejemplo, al recibir una oferta neta de dólares *spot* de sus clientes (en el mercado bancario), un banco verá incrementada su PCG. Para mantener su PCG constante, el banco buscará vender los dólares en el mercado interbancario. Para aceptar comprar esos dólares y aumentar su PCG, los otros bancos requerirán un menor tipo de cambio. Esto generará una presión de apreciación del Sol y un incremento de la PCG de la banca.

También puede representarse esta presión de apreciación, utilizando las curvas de oferta y demanda de dólares en el mercado interbancario. El equilibrio inicial se verá presionado por un desplazamiento (hacia abajo y a la derecha) de la curva de oferta por dólares en el mercado interbancario, producto de la mayor oferta neta *spot* de sus clientes. Dada la demanda, esto determinará un nuevo equilibrio, con un mayor monto transado y un menor tipo de cambio.

Una intervención cambiaria del Banco Central, para reducir la volatilidad excesiva, podrá tomar la forma de una mayor demanda (compras) de dólares en el mercado interbancario. Esto desplazará la curva de demanda hacia arriba y a la derecha, determinando un mayor tipo de cambio que revierta total o parcialmente el movimiento inicial en la curva de oferta.

## PRESIONES DE APRECIACIÓN POR OFERTA *FORWARD*

La oferta puede corresponder a operaciones *forward* de los clientes bancarios que buscan eliminar la incertidumbre de un tipo de cambio futuro más bajo. Cuando el cliente ofrece al banco una posición corta (de venta) *forward*, la posición neta en derivados del banco aumentará, pues éste asume la posición larga (de compra). Sin demandas netas *spot* o *forward* que absorban esta mayor oferta, el banco verá incrementada su PCG. Para mantenerla constante, el banco buscará vender dólares *spot* a los otros bancos, los cuales requerirán un tipo de cambio más bajo para aceptar comprarlos. Esto generará una presión de apreciación del Sol y un aumento de la PCG de la banca.

## PRESIONES DE APRECIACIÓN POR VENCIMIENTOS *FORWARD* VENTA

Al pactar una posición corta *forward* el banco reduce su PCG. Por lo tanto, al vencer el plazo de esta operación el banco aumentará su PCG (su posición neta en derivados aumenta). En caso se trate de una operación *forward* sin entrega, si el banco desea mantener constante su PCG, tendrá

---

---

“ Las presiones cambiarias diarias no solo provienen de las operaciones *spot*, sino también de operaciones con derivados financieros ”

---

---

que compensar este efecto inicial en su posición vendiendo dólares en el mercado interbancario *spot*, generando así una presión de apreciación cambiaria. En caso el banco tenga que entregar los dólares del contrato *forward*, la disminución correspondiente de su PCC compensará el aumento de la posición neta en derivados, por lo que no habrá un efecto en su PCG ni en el tipo de cambio.

## PRESIONES DE APRECIACIÓN POR DISMINUCIÓN DE POSICIÓN DE CAMBIO GLOBAL

Con expectativas de apreciación, un banco puede desear disminuir su PCG mediante una venta de dólares *spot* en el mercado interbancario. Ello presionaría el tipo de cambio a la baja. De no existir demanda de clientes (*spot* o *forward*) compensatoria, la PCG de la banca sólo se distribuirá entre los bancos.

Las presiones de apreciación que se manifiestan en un día de transacciones cualquiera en el mercado interbancario pueden originarse en el mercado bancario por una mayor oferta de dólares *spot*, por una mayor oferta *forward* o por el efecto de los vencimientos netos de *forward* venta sin entrega. Para cubrir su riesgo cambiario, los bancos venden dólares *spot*. La decisión de los bancos por reducir su posición de cambio global es también otro factor que puede generar presiones de apreciación.

En resumen, las presiones cambiarias diarias no sólo provienen de las operaciones *spot* de los clientes y las respuestas que generan en los bancos. También son cruciales las operaciones con derivados financieros que se trasladan adicionalmente al mercado cambiario *spot*. Correspondientemente, las características de la intervención cambiaria están en relación a la magnitud de estos factores cuando generan volatilidad cambiaria excesiva.