

P

articipantes del mercado y flujos cambiarios EN EL PERÚ

ALBERTO HUMALA*

En este artículo se describen las principales características de los flujos cambiarios según los tipos de agentes y las estrategias de mercado que adoptan. En el corto plazo, la dinámica del tipo de cambio refleja el comportamiento de estos agentes en su evaluación de los fundamentos macroeconómicos, sus expectativas sobre las tendencias de estos y los aspectos coyunturales que afectan sus sentimientos de mercado.



* Asesor de investigación de política monetaria del BCRP
alberto.humala@bcrp.gob.pe

INTRODUCCIÓN

Los flujos de oferta o demanda que generan los agentes económicos en el mercado cambiario influyen la relación de valor (tipo de cambio) entre nuestra moneda y el dólar americano. Estos flujos reflejan las decisiones de portafolio y de gestión de las actividades económicas de los agentes que participan en este mercado. Las condiciones macroeconómicas locales y globales influyen en dichas decisiones de los agentes y en las expectativas que se forman sobre aquellas.

El contexto económico financiero puede inducir la prevalencia de una dirección de mercado (oferta o demanda netas de moneda extranjera) que, a su vez, generará presiones de apreciación o depreciación del sol. Estas presiones pueden reflejar tendencias estructurales o aspectos transitorios en las operaciones del mercado cambiario. Por un lado, en el mediano plazo, los determinantes del tipo de cambio se asocian a fundamentos macroeconómicos, tales como la balanza comercial, los flujos de capitales y las desviaciones de la paridad de tasas de interés. Por otro lado, en el corto plazo, la dinámica del tipo de cambio refleja el comportamiento de los principales agentes del mercado en su evaluación de esos fundamentos, sus expectativas en las tendencias de estos o los aspectos coyunturales que afectan sus sentimientos de mercado¹.

Los participantes del mercado cambiario tienen diversos grados de dolarización de sus balances y posiciones de descalce que pueden exponerlos al riesgo de fluctuaciones del tipo de cambio. Cuando estas variaciones son intensas, este riesgo se puede materializar afectando los

resultados financieros de los agentes de mercado. Dado el grado de dolarización financiera de nuestra economía, estos impactos pueden ser significativos a nivel agregado². Por ello, si la volatilidad cambiaria resulta excesiva, en un determinado contexto financiero, el banco central puede decidir intervenir en el mercado cambiario para aminorar la presión respectiva. Esta intervención busca contrarrestar la dirección de mercado impulsada por los participantes regulares en el corto plazo, sin afectar las respectivas tendencias cambiarias de mediano plazo.

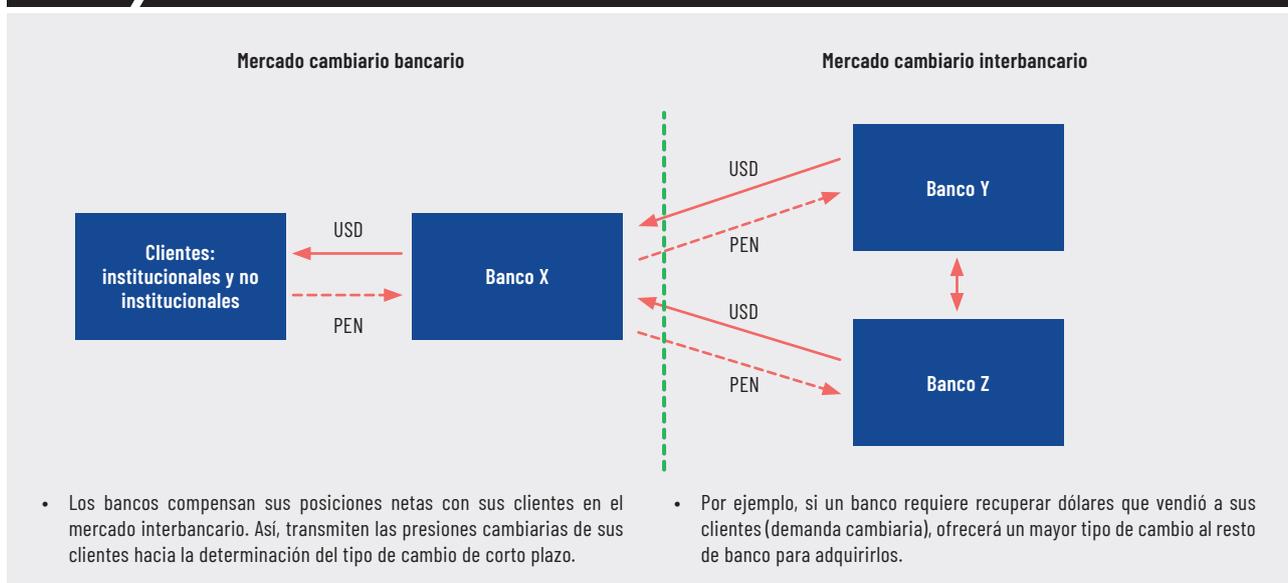
En este documento se describen las principales características de los flujos cambiarios según el tipo de agente y las estrategias de mercado que adoptan, y con ellas se evalúan las presiones de apreciación o depreciación que generan sobre nuestra moneda³. En particular, se refiere la evolución de estos flujos cambiarios como respuesta al impacto de la pandemia reciente.

FLUJOS CAMBIARIOS POR TIPO DE AGENTES

Cada grupo de participantes de mercado toma decisiones cambiarias según sus requerimientos de moneda extranjera (para sus operaciones económicas) y sus decisiones de ahorro o de inversión (real o financiera). Consideran, además, sus propias expectativas sobre la evolución del tipo de cambio. Para describir más apropiadamente los flujos cambiarios que generan, podemos clasificar a los agentes de mercado como inversionistas institucionales y participantes no institucionales.

En el primer grupo se ubican las administradoras de fondo de pensiones (AFP) y los inversionistas no residentes, ambos gestores de portafolios de inversión que, por

GRÁFICO 1 ■ Segmentos del mercado cambiario



1 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.

2 El crédito al sector privado del sistema financiero presenta un porcentaje de dolarización de 23,4 por ciento a julio de 2023. Los depósitos del sector privado en el sistema financiero están dolarizados en 36 por ciento a esa fecha (BCRP, 2023).

3 Las variaciones en el tipo de cambio (TC), definido como la relación de equivalencia entre unidades de sol por unidad de dólares, reflejan los cambios de valor de nuestra moneda en función del dólar americano. Así, un aumento del TC corresponde a una depreciación (apreciación) del sol (dólar), mientras que una disminución del TC corresponde a una apreciación (depreciación) del sol (dólar).

los volúmenes que transan, son relevantes sistémicamente⁴. En el segundo grupo se consideran a los participantes cuyas transacciones cambiarias corresponden a sus propios balances (individuales o corporativos). Dada la relevancia de sus montos transados, entre estos agentes no institucionales se distinguen las empresas del sector minero. Asimismo, se incluyen a los participantes minoristas (con transacciones de hasta medio millón de dólares) y un segmento de otros participantes (principalmente empresas, distintas a las mineras).

Las entidades del sistema financiero son también participantes importantes del mercado cambiario. Sus operaciones, sin embargo, están vinculadas no solo a sus propios objetivos, sino también a las transacciones cambiarias de sus clientes y al impacto que tienen sobre sus posiciones de balance. Por ello, se las considera, principalmente, como intermediarios en el mercado cambiario⁵. Sin embargo, es en la interacción entre las entidades bancarias, como reacción a las operaciones cambiarias con sus clientes (mercado cambiario bancario), que se determina operativamente el tipo de cambio sol contra dólar (mercado cambiario interbancario). En el Gráfico 1 (p. 5) se puede ver una representación genérica de estos segmentos del mercado cambiario.

El mercado cambiario incluye las transacciones al contado (*spot*), que corresponden a compras o ventas directas de dólares, y las operaciones que se efectúan a futuro, a través de derivados financieros (en posiciones de compra o de venta). Los flujos que se generan con instrumentos derivados reflejan las expectativas de los participantes sobre la evolución futura del tipo de cambio, pero también tienen un impacto directo en el mercado cambiario *spot* a través de su efecto en la posición de cambio de los intermediarios financieros⁶.

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

Corresponden a dos grupos principales de inversionistas: las AFP, como administradoras de las carteras de inversión del sistema privado de pensiones, y los inversionistas no residentes, que adquieren activos denominados en soles. Sus estrategias de inversión incluyen objetivos diversos, como la cobertura de posiciones en activos financieros (en ambas monedas), la especulación sobre la evolución del precio de esos activos y las operaciones de arbitraje (que no tienen efecto cambiario global). Estas estrategias consideran el efecto total de sus operaciones *spot* y con derivados en el valor de sus portafolios de inversión.

Una característica común importante de estos inversionistas institucionales es la rapidez con la que pueden modificar su asignación de portafolio frente a cambios en los mercados financieros (locales y globales). En particular, utilizan activamente las transacciones con instrumentos derivados para variar su participación de mercado de oferta neta a demanda neta de dólares (o viceversa), según sus expectativas de retorno en sus inversiones y

el riesgo cambiario que asumen. Correspondientemente, los flujos de estos inversionistas pueden representar presiones cambiarias intensas en periodos de corto plazo.

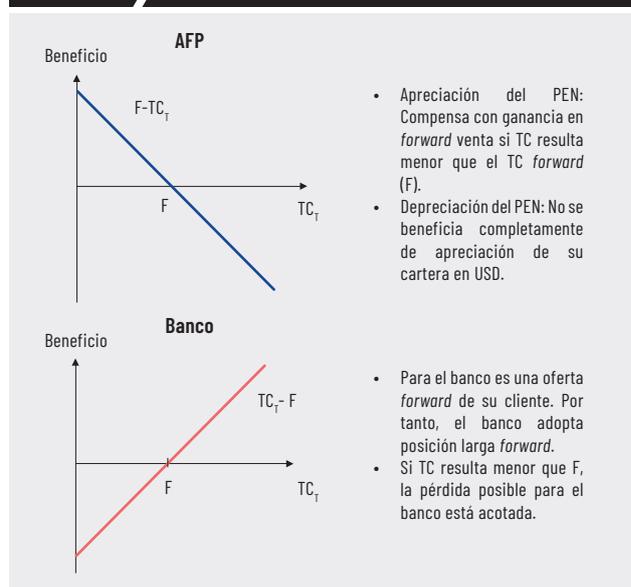
A. Fondos privados de pensiones

Los fondos de pensiones, a través de las AFP, suelen ser demandantes netos en el mercado cambiario *spot*, debido a la dolarización parcial de sus portafolios de inversión. Con los aportes mensuales (en soles) de sus afiliados, buscan mantener una determinada proporción de inversiones en dólares en su cartera. Como el retorno de sus inversiones en dólares se reduce por la depreciación de esa moneda (apreciación del sol), suelen tomar cobertura con posiciones *forward* venta (de dólares). Su exposición neta al riesgo cambiario corresponde a sus tenencias de activos en dólares y sus posiciones en derivados.

Las AFP utilizan *forwards* cambiarios como parte de sus estrategias de inversión y cobertura. Pactan ventas *forward*, por lo general, a corto plazo (por ejemplo, un mes). Si el tipo de cambio disminuye (depreciación del dólar), esta posición *forward* corta genera una ganancia que compensa parcialmente la pérdida generada en la valorización del portafolio en dólares. Correspondientemente, los bancos (contrapartes usuales) asumen la posición *forward* compra, que los expone al riesgo de pérdida si el tipo de cambio efectivamente baja (Gráfico 2). Por tanto, los bancos se cubren de ese riesgo vendiendo dólares al contado, transfiriendo así las presiones de oferta *forward*, que reciben de las AFP, al mercado *spot*.

La cobertura pactada por las AFP, entonces, puede generar una presión a la reducción del tipo de cambio *forward* (por mayor oferta del instrumento) y del tipo de cambio *spot* (por la reacción de los intermediarios financie-

GRÁFICO 2 | Cobertura con *forwards* de las AFP

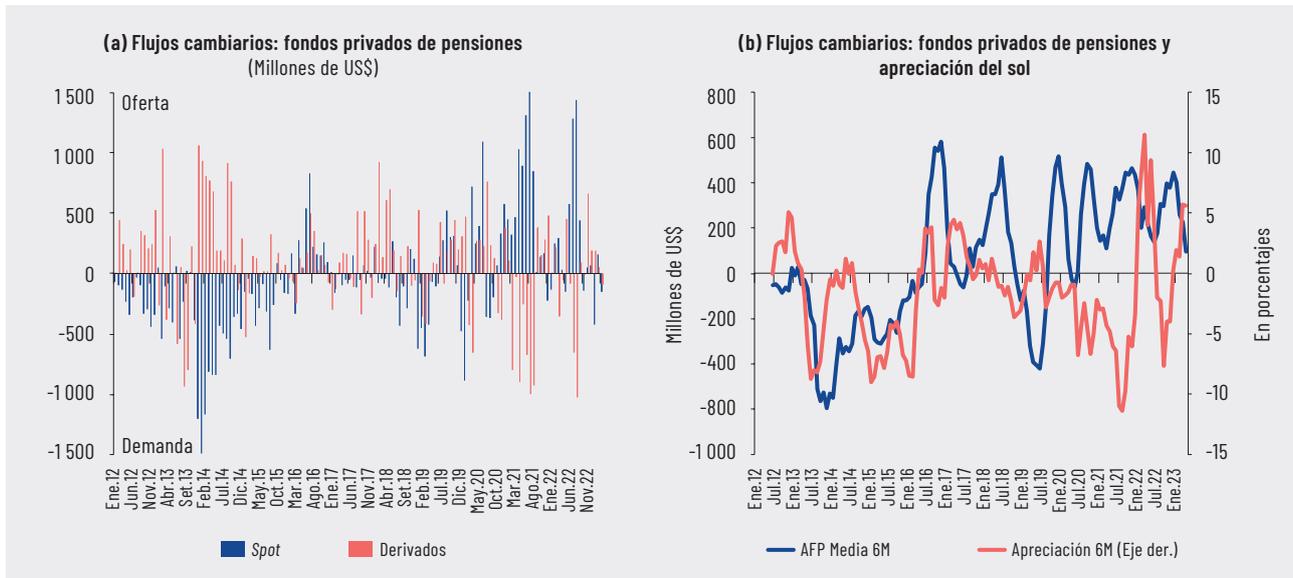


4 Otros participantes gestores de portafolio, con menor relevancia de mercado individualmente, son considerados en el grupo de participantes no institucionales (fondos mutuos, por ejemplo).

5 Las entidades financieras están sujetas a límites regulatorios sobre sus posiciones cambiarias netas y la exposición cambiaria que asumen con ellas.

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

GRÁFICO 3 ■ Flujos cambiarios de AFP



ros). Así, las AFP gestionan la exposición efectiva de su portafolio a las variaciones cambiarias a través del porcentaje (ratio) de cobertura que obtienen con sus posiciones en derivados. Esta gestión de portafolio, a través de demanda *spot* y cobertura (parcial) con oferta *forward*, no tiene que ser regular. La exposición cambiaria del portafolio se puede ajustar con flujos de oferta o demanda (en *spot* o derivados), según sus expectativas sobre el tipo de cambio.

En periodos con mayores presiones (o expectativas) de depreciación del sol, de manera general, las AFP aumentan su demanda *spot* de dólares, pues tienen incentivos para adquirir más activos financieros denominados en esa moneda y beneficiarse de su apreciación. En tales circunstancias, sus requerimientos de cobertura disminuyen y pueden optar por dejar vencer parcialmente sus ventas *forward* o adelantar sus vencimientos pactando compras *forward* (demanda en este segmento del mercado). Alternativamente, en periodos de apreciación, efectiva o esperada, su demanda *spot* puede limitarse a mantener un determinado porcentaje de dolarización de su portafolio (o incluso reducirlo), mientras que para proteger ese porcentaje de sus inversiones en dólares pueden pactar más ventas *forward*.

De enero de 2012 a marzo 2023, los flujos cambiarios de las AFP fluctuaron entre oferta y demanda (valores positivos y negativos, respectivamente, en el Gráfico 3, panel a). Los flujos *spot* y derivados suelen alternar en ambos lados del mercado, pero pueden eventualmente alinearse en una dirección (en particular, en periodos de presiones cambiarias moderadas). Del 2020 al 2022, la oferta neta *spot* de las AFP estuvo asociada a la liquidación parcial de su cartera de dólares ante los retiros de fondos por cambios en la regulación (aprobados a raíz del impacto de la pandemia sobre la situación financiera de los afiliados). Al reducir estas posiciones, gestionaron

la exposición efectiva de su cartera a través de demanda *forward*, reduciendo cobertura previa. Periodos de depreciación del sol suelen estar acompañados de periodos de demanda neta de dólares de las AFP. Sin embargo, esta relación fue afectada durante el proceso de retiros obligatorios postpandemia (Gráfico 3, panel b).

B. Inversionistas no residentes

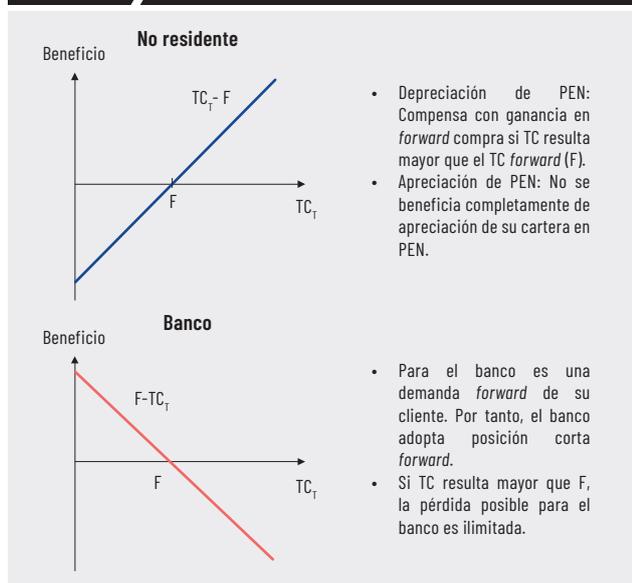
Los inversionistas no residentes son un grupo heterogéneo en cuanto a sus estrategias de inversión o sus horizontes de planeamiento. Pero tienen en común que buscan tener exposición a nuestra moneda en sus portafolios de inversión⁷. Por ello, ofertan dólares en el mercado cambiario *spot* para conseguir soles con los que adquirir, por ejemplo, bonos del Tesoro Peruano (BTP). Les atrae el diferencial de tasas de interés entre los BTP y los bonos del Tesoro americano (o alguna referencia de renta fija similar), en los diversos plazos al vencimiento. La rentabilidad esperada en estas operaciones por el diferencial de tasas de interés puede, además, incrementarse si tienen expectativas de apreciación de nuestra moneda. De manera general, en periodos con mayores presiones (o expectativas) de apreciación del sol, aumentan su oferta *spot* de dólares para adquirir activos en soles, pues esperan beneficiarse adicionalmente de la valorización (en dólares) de esta inversión.

En este tipo de operaciones⁸, la volatilidad cambiaria y las expectativas de depreciación del sol los expone a un riesgo cambiario que puede revertir parcial o completamente su retorno esperado. Según sus expectativas, pueden tomar cobertura de sus tenencias de BTP (valorizadas en dólares) con posiciones *forward* compra (de dólares). Si su inversión en soles pierde valor por la depreciación de nuestra moneda, sus posiciones *forward* compensan parcialmente

7 Estos inversionistas suelen seguir la referencia de índices globales para sus adquisiciones de bonos. Por ejemplo, los índices del JP Morgan: EMBIG (Emerging Market Bond Index Global), en moneda extranjera, y GBI-EM (Global Bond Index Emerging Market), en monedas locales. Ver Arslanalp et al. (2020) para una descripción.

8 Identificadas, usualmente, como estrategias de *carry trade*.

GRÁFICO 4 Cobertura con forwards de inversionistas no residentes



ese resultado. Correspondientemente, los bancos (contrapartes usuales) asumen la posición *forward* venta, que los expone al riesgo de pérdida si el tipo de cambio efectivamente sube (Gráfico 4). Por tanto, los bancos se cubren de ese riesgo comprando dólares al contado, transfiriendo así las presiones de demanda *forward*, que reciben de los inversionistas no residentes, al mercado *spot*⁹.

Alternativamente, ante presiones de depreciación de nuestra moneda, los inversionistas no residentes pueden reducir sus tenencias de activos locales (vender sus BTP, por ejemplo) y, con los soles que obtienen, demandar dólares *spot* para retirarse de nuestros mercados. Dado su

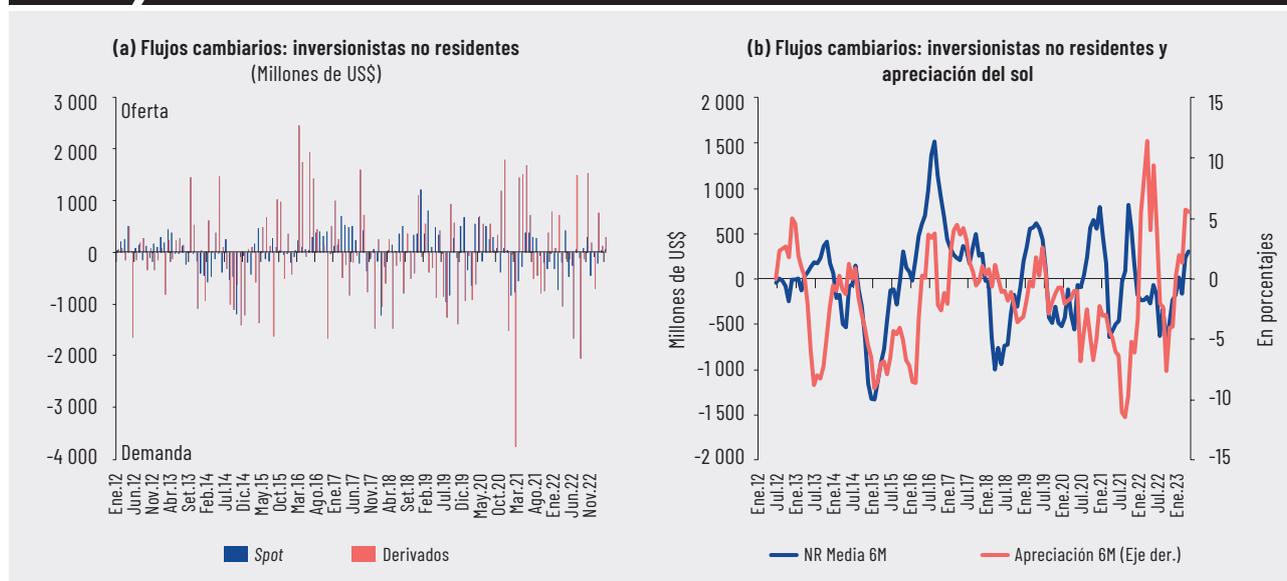
porcentaje de participación en el mercado de BTP (35,5 por ciento, a setiembre de 2023), una salida abrupta e intensa de sus posiciones tendría efectos importantes en los precios de estos bonos.

En periodos de presiones de depreciación del sol, aumentan las demandas *spot* y *forward* (de dólares) de estos inversionistas. Además, si la presión de depreciación es intensa, eventualmente, los inversionistas no residentes pueden tomar posiciones *forward* compra para especular directamente (sin tener posiciones previas en BTP) contra nuestra moneda. Así, las posiciones de demanda *forward* de estos inversionistas pueden corresponder a estrategias de cobertura o a posiciones especulativas.

Si las presiones de depreciación del sol disminuyen o se revierten, los inversionistas no residentes pueden optar por dejar vencer sus posiciones de cobertura (o especulación) o pactar *forward* venta para adelantar su vencimiento. Si hay presiones de apreciación del sol intensas, estos inversionistas pueden incluso también tomar posiciones *forward* cortas para especular directamente a favor del sol.

A diferencia de las AFP, cuya exposición al riesgo cambiario proviene de las posiciones en activos en dólares que asumen (demanda *spot*, oferta *forward*), los inversionistas no residentes toman posiciones en activos en soles (oferta *spot*, demanda *forward*)¹⁰. De manera similar a las AFP, estas posiciones pueden estar en ambos lados del mercado cambiario o alinearse hacia una misma dirección. Por ejemplo, en el segundo semestre de 2014, periodo de fuertes presiones de depreciación del sol, estos inversionistas demandaron en *spot*, por la reducción de sus posiciones en BTP, y demandaron con derivados, por sus posiciones de cobertura y de especulación (Gráfico 5, panel a). Dada la alternancia entre

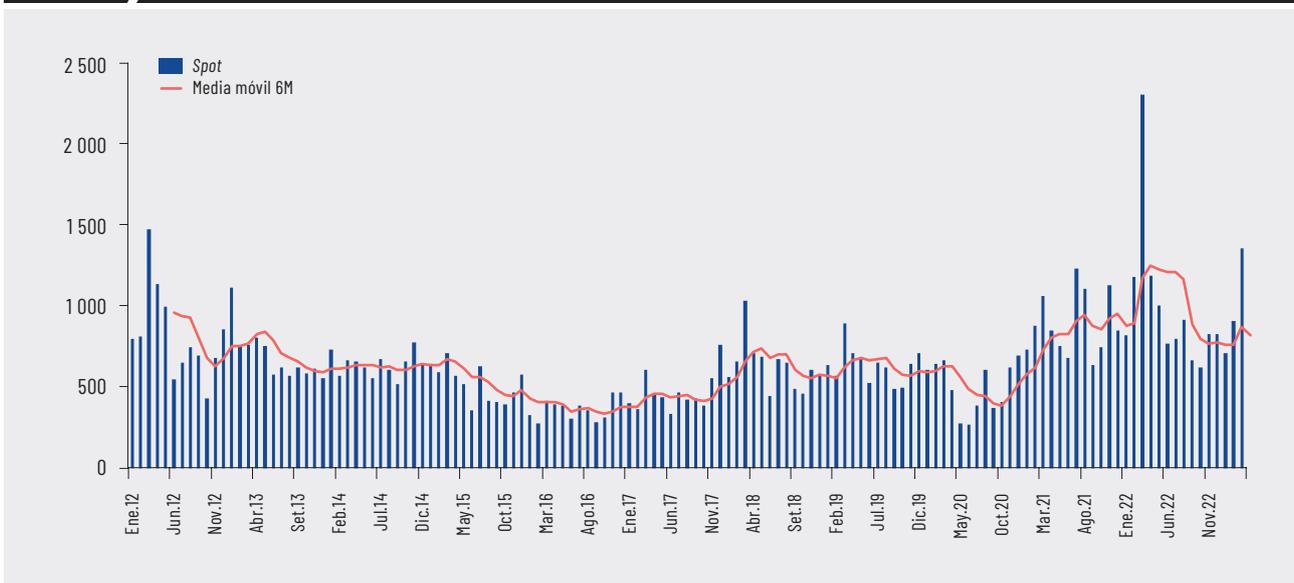
GRÁFICO 5 Flujos cambiarios de inversionistas no residentes



9 Las posiciones en derivados de estos agentes, así como las de las AFP, pueden tomarse también con entidades financieras no residentes, pero la presión cambiaria que generan suele transmitirse a través del mercado interbancario local.

10 Los inversionistas institucionales también toman posiciones en otros derivados cambiarios, como opciones y *swaps*.

GRÁFICO 6 ■ Oferta US\$ spot: empresas mineras (Millones de US\$)



oferta y demanda para estos inversionistas institucionales, su flujo promedio sobre periodos largos (anuales) puede ser reducido, aunque las fluctuaciones mensuales sean muy amplias. Periodos de depreciación del sol suelen estar acompañados de periodos de demanda neta de dólares de los inversionistas no residentes (Gráfico 5, panel b).

C. Participantes no institucionales

Los flujos cambiarios que generan las personas (naturales o jurídicas) y las empresas (distintas a las AFP y a los inversionistas no residentes) son considerados en este grupo. Sus transacciones con la moneda extranjera responden a intereses heterogéneos, según sus finanzas personales o la naturaleza del negocio. Por lo tanto, gestionarán su exposición a las fluctuaciones cambiarias con flujos de oferta o de demanda de dólares, de acuerdo con sus requerimientos.

El balance de una empresa puede estar expuesto al riesgo cambiario asociado, por ejemplo, a su capacidad o decisión de generar cuentas por cobrar (activo) y por pagar (pasivo) en una moneda distinta a su moneda principal (funcional). Así, en el capital de trabajo del negocio, si las cuentas por cobrar en dólares exceden las cuentas por pagar en esa moneda, la empresa estará expuesta al riesgo de apreciación del sol (se deprecia su posición neta en dólares). Por el contrario, el riesgo será de depreciación del sol si sus cuentas por pagar en dólares son superiores a las cuentas por cobrar en esa moneda. Los movimientos cambiarios bruscos pueden afectar considerablemente las utilidades operativas de la empresa¹¹. Por ello, una adecuada gestión de liquidez para financiar el capital de trabajo requiere una participación continua en el mercado cambiario.

C.1. Empresas mineras

Este segmento económico es ofertante regular de dólares en el mercado cambiario *spot* (valores positivos en el Gráfico 6). Estas empresas tienen cobertura natural para sus obligaciones en dólares, puesto que generan sus ingresos en esa moneda. Sin embargo, dado que tienen pasivos en soles (asociados, por ejemplo, al pago de impuestos), su riesgo cambiario es de apreciación de nuestra moneda. No suelen utilizar muchos derivados financieros de cobertura cambiaria con la banca local. Su oferta de dólares se asocia a su nivel de ingresos por exportaciones. Mayores volúmenes de exportación y cotizaciones internacionales generan una potencial mayor oferta *spot* de las empresas mineras.

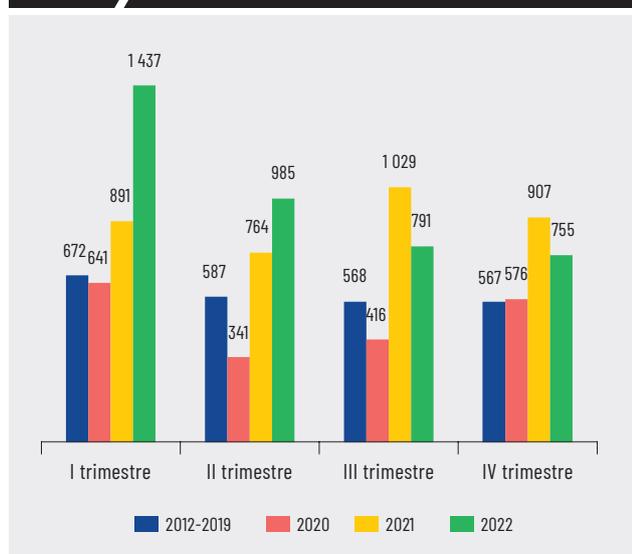
El promedio mensual de venta *spot* de dólares de este segmento es de US\$ 595 millones en el periodo 2012-2019 (previo a la pandemia). Si se incluyen las eventuales operaciones en derivados que realizan, este promedio es de US\$ 598 millones. Su oferta cambiaria se redujo por las restricciones en la actividad económica al inicio de la pandemia (segundo y tercer trimestre de 2020). Sin embargo, la recuperación económica global durante el 2021 impulsó el aumento de los precios de nuestros productos de exportación (cobre, principalmente). Con ello, la oferta cambiaria se incrementó incluso por encima de sus niveles promedios previos a la pandemia (Gráfico 7). Nótese que la oferta minera tiene estacionalidad por el periodo anual de regulación de impuestos (marzo), por lo que el primer trimestre suele presentar las mayores ventas de dólares.

C.2. Participantes minoristas

En este grupo se incluyen personas naturales y jurídicas, o empresas de diversos tamaños, que realizan operaciones de compra o venta de dólares con la banca

¹¹ La depreciación de casi 30 por ciento en el periodo 2013-2015, por ejemplo, afectó los resultados corporativos de manera significativa. Ver Humala (2019) para una descripción del impacto de este riesgo cambiario en los retornos corporativos.

GRÁFICO 7 ■ Oferta US\$ promedio mensual: empresas mineras (Millones de US\$)



en montos inferiores a los US\$ 500 mil dólares. Por lo tanto, es un grupo heterogéneo con actividades económicas y expectativas cambiarias diversas. Sin embargo, sus flujos son regularmente de oferta neta de dólares al contado (Gráfico 8). En efecto, durante el periodo 2012-2019, la oferta promedio mensual fue de US\$ 297 millones. Estos participantes no suelen realizar operaciones con derivados financieros.

Con el inicio de las restricciones asociadas a la pandemia, se generó un cambio de comportamiento en este segmento, por lo que sus flujos pasaron a ser de demanda neta de dólares. Así, de mayo a diciembre de 2020, se registró una demanda promedio mensual

de US\$ 457 millones. A partir del segundo trimestre de 2021, la demanda creció aún más, asociada al ciclo político, y registró un promedio mensual de US\$ 534 millones ese año. En 2022, los flujos minoristas habrían retornado progresivamente a ser oferta neta, registrando una oferta promedio mensual de US\$ 232 millones desde el segundo trimestre (Gráfico 9).

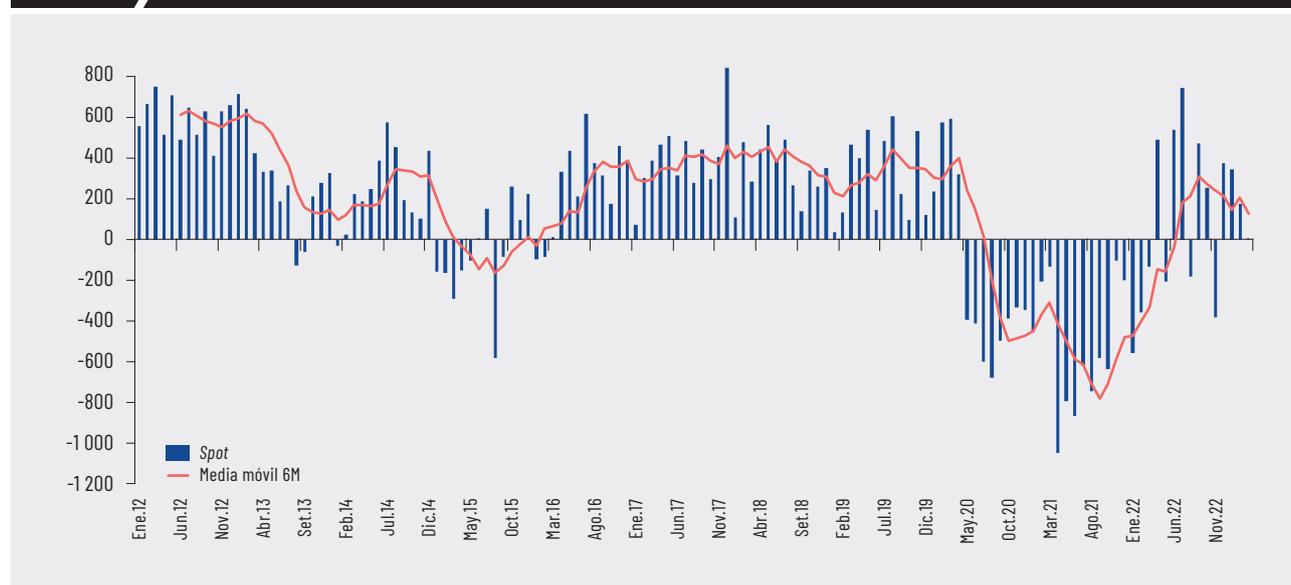
Este cambio de régimen estuvo asociado, por un lado, a la menor oferta de agentes vendedores regulares (turistas externos, por ejemplo) y, por otra parte, a la mayor demanda por gestión de liquidez ante el impacto económico de la pandemia. A inicios de 2021, esta situación parecía revertirse paulatinamente, pero el inicio del ciclo político en el segundo trimestre exacerbó la demanda minorista de dólares. Parte de la mayor demanda minorista podría haber estado asociada a los retiros de los fondos previsionales, que generaron oferta cambiaria de las AFP, autorizados durante el 2020 y 2021.

C.3. Otros participantes

En este segmento, se consideran empresas no financieras de diversos rubros. Se encuentran, por ejemplo, las empresas dedicadas a actividades de exportación (distintas a la minería) que requieren vender los dólares que obtienen para cubrir sus costos (tributos o salarios) o para sus inversiones en soles. También están aquellas empresas vinculadas a actividades de importación que, por el contrario, tienen una demanda natural por dólares. Además, están las empresas que, sin estar vinculadas al comercio exterior, tienen dolarización parcial en sus balances¹².

En este segmento, entonces, se incluyen empresas (de diversos tamaños) que pueden generar oferta o demanda de dólares. Como grupo, sin embargo, sue-

GRÁFICO 8 ■ Oferta US\$ spot: participantes minoristas (Millones de US\$)



¹² En Gutiérrez et al. (2023), por ejemplo, se evalúan las condiciones financieras, asociadas al diferencial de tasas de interés y oportunidades de *carry trade*, que impulsan la dolarización de los pasivos corporativos en Perú.

GRÁFICO 9 ■ Oferta US\$ promedio mensual: minoristas (Millones de US\$)

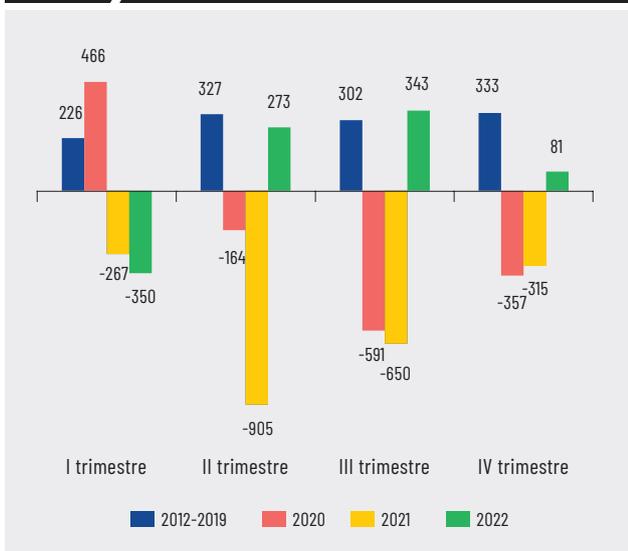
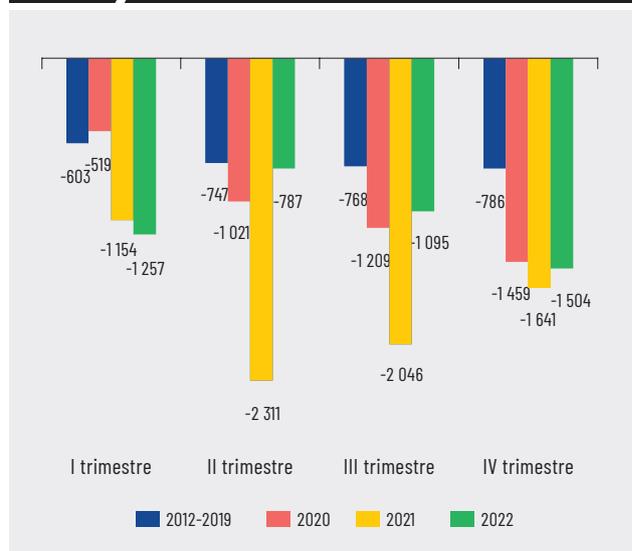


GRÁFICO 11 ■ Oferta US\$ promedio mensual: otros participantes (Millones de US\$)



len representar una demanda neta total en el mercado cambiario (Gráfico 10) por los pasivos netos en dólares que mantienen en sus balances. Estos pasivos de las empresas sin operaciones naturales en dólares se asocian a la evolución de los diferenciales de tasas de interés o al acceso disponible del financiamiento en dólares (préstamos o emisión de bonos en esa moneda). Según sus expectativas de depreciación del sol, parte del riesgo cambiario generado es cubierto con flujos al contado o con posiciones en derivados, en particular, por las empresas más grandes o con mayor exposición cambiaria.

La demanda promedio mensual del periodo 2012-2019 fue de US\$ 726 millones. En 2020, con el inicio de la pandemia, la demanda de este segmento se

incrementó significativamente y alcanzó un promedio mensual de US\$ 1 052 millones (44,9 por ciento más). A partir del segundo trimestre de 2021, asociado al ciclo político, incluso aumentó más su demanda neta de dólares, pues registró un promedio mensual de US\$ 1 788 millones ese año (70 por ciento más respecto al 2020). De hecho, la mayor demanda registrada corresponde al segundo trimestre de 2021, con un promedio mensual de US\$ 2 311 millones. Aunque en 2022 la demanda promedio mensual de este segmento se desaceleró (US\$ 1 161 millones), se mantiene aún por encima de sus promedios prepandemia (Gráfico 11).

En el periodo 2012-2022, los flujos cambiarios muestran claramente sus características según el tipo

GRÁFICO 10 ■ Oferta US\$: otros participantes (Millones de US\$)

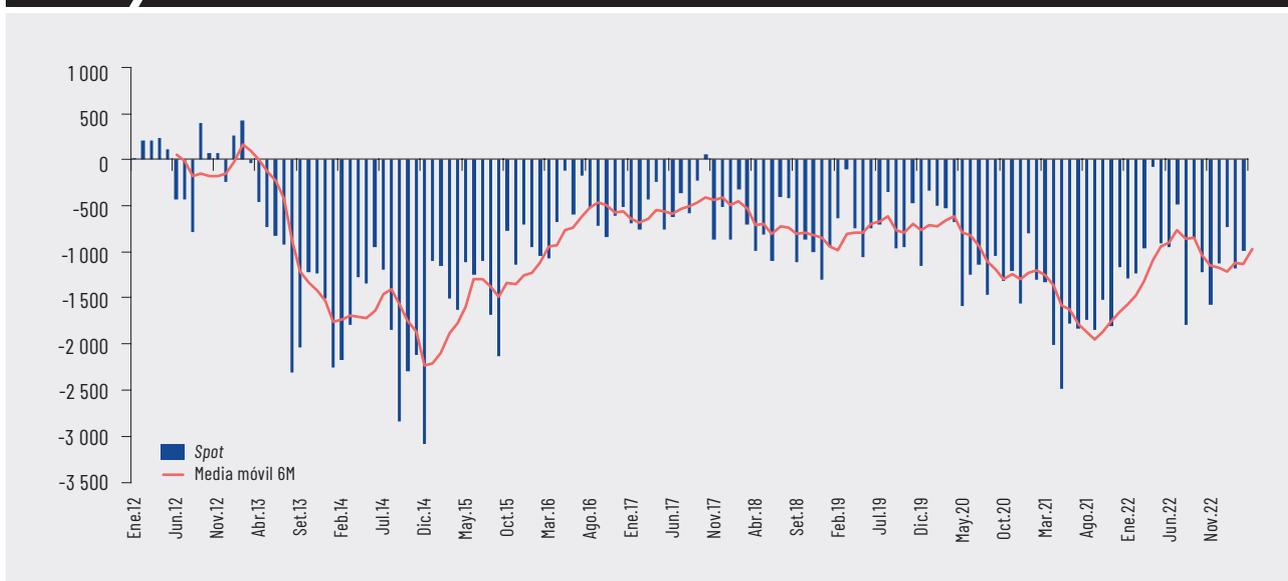
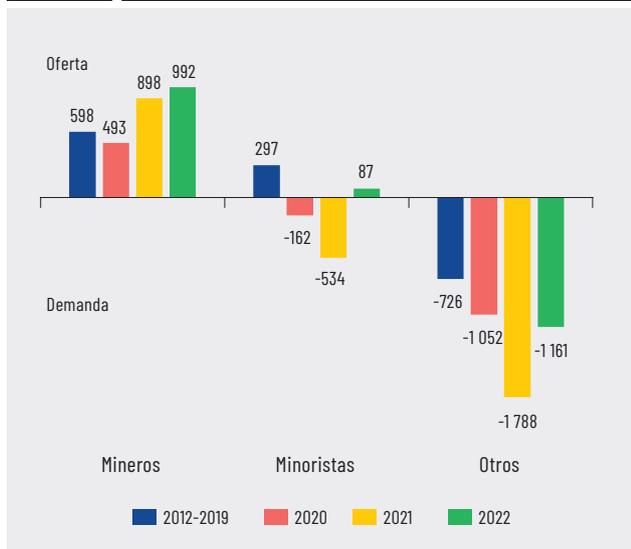


GRÁFICO 12 ■ Flujos cambiarios promedio mensual: no institucionales (Millones de US\$)



de agente no institucional. El sector minero contrajo inicialmente su oferta ante el impacto de la pandemia, pero luego incrementó su venta de dólares por la recuperación económica global. El segmento minorista pasó de ser ofertante regular previo a la pandemia a ser demandante neto con el inicio de esta y el impacto del ciclo político, para retornar progresivamente a la oferta neta de dólares. El segmento de otros participantes también alteró su comportamiento ante el impacto de la pandemia y el ciclo político al aumentar considerablemente su demanda regular de dólares, pero sin retornar aún a sus niveles promedio históricos (Gráfico 12).

CONCLUSIONES

Los flujos cambiarios de los principales participantes de mercado generan presiones de apreciación o depreciación de la moneda local. Estas presiones

pueden reflejar tendencias estructurales o aspectos transitorios en las transacciones cambiarias que realizan los diversos agentes de mercado. La dirección de los flujos cambiarios puede variar intensamente en el corto plazo según su comportamiento. Sus expectativas, a su vez, pueden ajustarse en respuesta a cambios en los factores fundamentales (de mediano plazo), los aspectos técnicos en sus decisiones de portafolio y sus propios sentimientos frente a la coyuntura macrofinanciera.

Los diversos grados de dolarización de los balances y posiciones de descalce que tienen los agentes de mercado los expone al riesgo de fluctuaciones cambiarias. Cuando estas variaciones son intensas, estos riesgos se pueden materializar y afectar los resultados financieros de los participantes, institucionales y no institucionales. La intervención cambiaria busca reducir el impacto excesivo de estas presiones sobre la volatilidad de mercado.

La pandemia ha tenido importantes efectos económicos y financieros. En el mercado cambiario, la respuesta de los principales agentes ha sido heterogénea. Los inversionistas institucionales (AFP y no residentes) adaptaron sus decisiones de portafolio por el impacto sobre los retornos esperados (diferencial de tasas de interés, por ejemplo) y el riesgo en sus carteras (volatilidad cambiaria esperada). Para ello, utilizaron intensivamente el mercado *spot* y el de derivados. Las empresas mineras, luego de la reducción inicial de su oferta cambiaria, alcanzaron niveles de ventas de dólares superiores a sus promedios mensuales previos (por la recuperación económica progresiva y el auge en los precios internacionales). En el caso de los minoristas y los otros participantes, los cambios en sus flujos se asociaron inicialmente al impacto económico de la pandemia y, luego, se acentuaron por el ciclo político. Luego de estos efectos, se estaría restableciendo progresivamente la oferta minorista regular. Sin embargo, la demanda de los otros participantes se mantiene aún por encima de sus promedios históricos.

REFERENCIAS

- Arslanalp, S., Drakopoulos, D., Goel, R., & Koepke R. (2020). *Benchmark-Driven Investments in Emerging Market Bond Markets: Taking Stock* (WP/20/192). IMF Working Paper.
- Banco Central de Reserva del Perú (2023). *Reporte de Inflación. Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2023-204. Setiembre 2023.*
- Cano-Alva, A., & Humala, A. (2017). Operaciones *forward* de monedas y presiones cambiarias. *Moneda*, (171), 11-15. BCRP.
- Evans, M., & Rime, D. (2019). *Microstructure of Foreign Exchange Markets*. <https://ssrn.com/abstract=3345289>
- Gutiérrez, B., Victoria, I., & Salomao, J. (2023). Why is dollar debt cheaper? Evidence from Peru. *Journal of Financial Economics*, 148, 245-272.
- Humala, A. (2019). *Corporate earnings sensitivity to FX volatility and currency exposure: evidence from Peru* (DT N.º 2019-021). Serie de Documentos de Trabajo. BCRP.