

Adopción de entidades de contrapartida central en el mercado de derivados CAMBIARIOS PERUANO

CARLO BARRIGA* Y GOEL MIRANDA**

En este artículo se analiza el impacto de la nueva normativa sobre límites de concentración por contraparte en el mercado de derivados cambiarios del Perú. Dicha regulación ha incentivado un mayor uso de entidades de contrapartida central (ECC) para la negociación de derivados cambiarios, como mecanismo para reducir los requerimientos regulatorios. Si bien su implementación aún es incipiente, se proyecta una expansión gradual, impulsada por los beneficios regulatorios y el posible acceso a una base más amplia de clientes no residentes.



* Supervisor líder, Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP
carlo.barriga@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP
goel.miranda@bcrp.gob.pe

INTRODUCCIÓN

Durante el 2025 se ha observado en el Perú un incremento sostenido en el volumen de derivados cambiarios compensados a través de una entidad de contrapartida central (ECC) o *Clearing House*. Este crecimiento estaría asociado a una reciente modificación normativa referida a los límites operativos por riesgo de concentración. La exoneración de las operaciones realizadas con una contraparte central de determinados requerimientos regulatorios es coherente con las recomendaciones formuladas tras la Gran Crisis Financiera, por el Banco de Pagos Internacional (BIS, por sus siglas en inglés) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), las cuales promueven la compensación centralizada de derivados extrabursátiles como un mecanismo eficaz para reducir el riesgo de contraparte.

MERCADO DE DERIVADOS CAMBIARIOS PERUANO

El mercado de derivados cambiarios en el Perú se caracteriza por la ausencia de un mercado centralizado, por lo que las operaciones se realizan directamente entre las partes; es decir, se trata de un mercado extrabursátil u *over-the-counter* (OTC). En ausencia de un mercado organizado que facilite la negociación y liquidación de instrumentos más estandarizados, como futuros y opciones, predominan las operaciones *forward* y *swap*. Estas operaciones se pueden adaptar mejor a las necesidades de los participantes, pero presentan un mayor riesgo de contraparte¹.

Como se observa en el Gráfico 1, el mercado de derivados cambiarios OTC peruano ha mostrado un crecimiento sostenido. Sin embargo, el volumen negociado aún es menor que el de sus principales pares regionales. Según el BIS, en 2025, el promedio diario alcanzó alrededor de USD 1 300 millones, me-



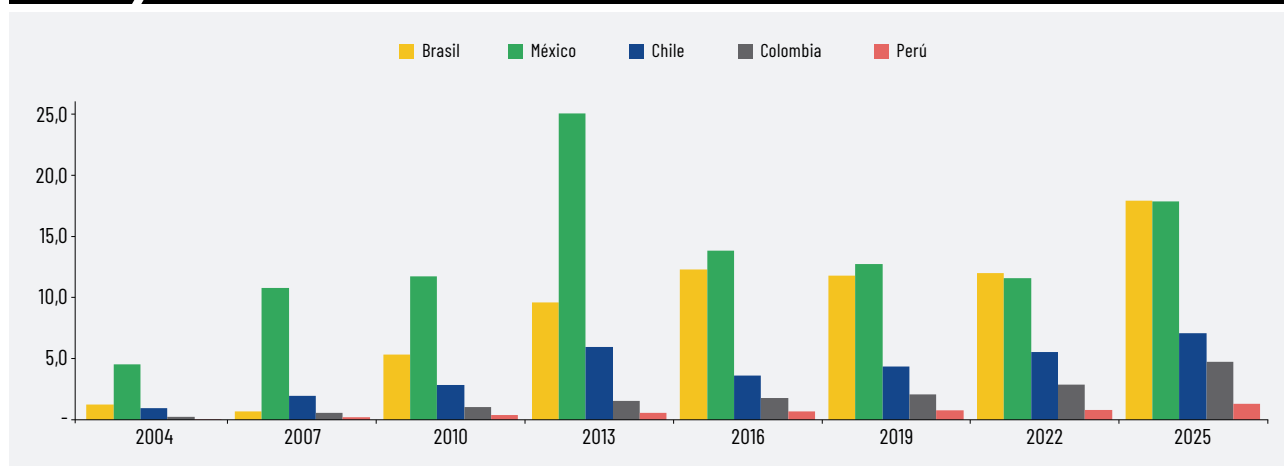
Las ECC son entidades que se interponen entre las partes de los contratos negociados en uno o varios mercados financieros, convirtiéndose en comprador frente a cada vendedor y en vendedor frente a cada comprador, lo que garantiza el cumplimiento de las obligaciones contractuales.



nos de una décima parte de lo registrado en Brasil (USD 18 000 millones) y menos de la mitad de lo observado en Colombia (USD 4 700 millones), el segundo con menor monto negociado. No obstante, el Perú destaca por su dinamismo reciente: entre 2022 y 2025, el volumen negociado creció 65 por ciento, la mayor expansión entre los países considerados.

Por un lado, los principales participantes del mercado son clientes no residentes, en su mayoría bancos

GRÁFICO 1 ■ Negociación total promedio diario de derivados cambiarios OTC (Miles de millones de USD)



FUENTE: ENCUESTA TRIANUAL DE DERIVADOS OTC DEL BIS.
ELABORACIÓN PROPIA.

¹ El riesgo de contraparte se puede definir como la posibilidad de que la otra parte de un contrato no cumpla con sus obligaciones e incurra en incumplimiento o *default*.

extranjeros, y en menor medida inversionistas institucionales locales, como fondos de pensiones, administradoras de fondos, compañías de seguros y grandes corporativos. Por otro lado, los bancos locales actúan como *market makers* y pueden clasificarse en dos grupos. El primero está conformado por filiales de bancos internacionales, también conocidos como bancos híbridos, que suelen atender los flujos de las filiales de su matriz localizadas en distintos centros financieros internacionales que atienden directamente a clientes no residentes. El segundo grupo corresponde a bancos de capital mayoritariamente local, los cuales deben construir relaciones directamente con clientes no residentes para poder operar con ellos.

En el caso de los bancos híbridos, entre enero y octubre de 2025, más del 90 por ciento de su volumen de derivados cambiarios negociado con clientes no residentes correspondió a filiales de su casa matriz. Esta concentración los expone a un mayor riesgo de contraparte.

ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Después de la Gran Crisis Financiera de 2008, los países que integran el Grupo de los Veinte (G-20) acordaron impulsar la compensación de los derivados OTC a través de una ECC, con el fin de reducir el riesgo de contraparte y fortalecer la estabilidad financiera. Además, se estableció que los derivados OTC no compensados mediante una ECC estén sujetos a mayores requerimientos de capital.

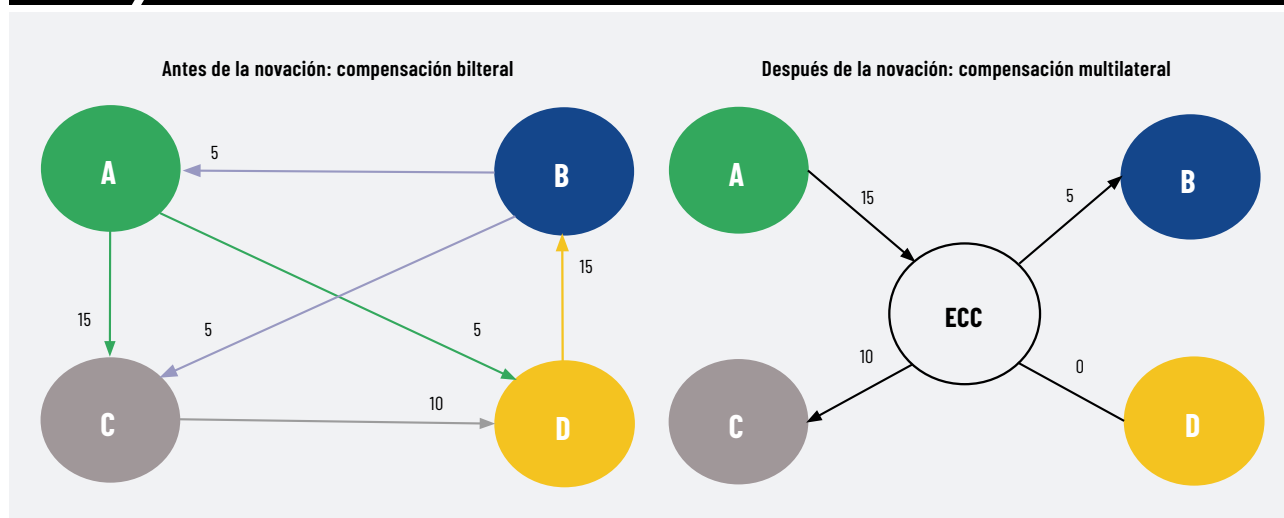
Las ECC son entidades que se interponen entre las partes de los contratos negociados en uno o varios mercados financieros, convirtiéndose en comprador

frente a cada vendedor y en vendedor frente a cada comprador, lo que garantiza el cumplimiento de las obligaciones contractuales. La ECC asume esta posición mediante mecanismos como la novación². Asimismo, contribuyen a reducir el riesgo de contraparte, al posibilitar la compensación multilateral de operaciones y la aplicación de controles de riesgo más eficientes.

Como se muestra en el Gráfico 2, antes de la novación, las operaciones se compensan de manera bilateral, lo que genera múltiples exposiciones cruzadas entre las entidades. Cada flecha representa una relación crediticia —por ejemplo, A le debe 5 a D y 15 a C—, lo que incrementa el número de vínculos contractuales y, por tanto, el riesgo de incumplimiento. En cambio, después de la novación, todas las operaciones se canalizan a través de una ECC, que se interpone entre los participantes, generando solo cuatro obligaciones contractuales.

La ECC ejecuta la compensación multilateral, neteando las deudas y créditos de cada miembro. De este modo, cada entidad mantiene una única posición neta frente a la ECC: por ejemplo, A solo adeuda 15, B es acreedor neto de 5, C es acreedor neto de 10, y D no mantiene posición. Este proceso reduce el monto total de exposiciones, simplifica las relaciones contractuales y disminuye el riesgo de contraparte. Además, las ECC se encuentran mejor preparadas ante eventuales incumplimientos de sus miembros, dado que exigen la constitución de colaterales o márgenes iniciales que cubren tanto las exposiciones actuales como las potenciales. A ello se suma la obligación de aportar capital adicional por parte de los participantes, lo que refuerza la capacidad de absorción de pérdidas de la ECC³.

GRÁFICO 2 ■ Novación y compensación multilateral con ECC



ELABORACIÓN PROPIA.

2 Mecanismo por el cual el contrato original entre comprador y vendedor se extingue y se crean dos nuevos contratos: uno entre el comprador y la ECC, y otro entre el vendedor y la ECC. Así, la ECC asume las obligaciones de ambas partes.

3 La ECC utiliza una estructura jerárquica de recursos conocida como *waterfall* o cascada de protección, que incluye el margen aportado por el miembro incumplidor, su contribución al fondo de garantía e incluso puede incluir los recursos propios de la ECC.

PERÚ: TRATAMIENTO REGULATORIO DE DERIVADOS Y NUEVA NORMATIVA SOBRE LÍMITES DE CONCENTRACIÓN

El Reglamento de Patrimonio Efectivo por Riesgo de Crédito de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), conforme con los estándares de Basilea III, incentiva la compensación de derivados OTC a través de ECC. En este reglamento, las operaciones compensadas mediante una ECC que requiera depósitos o márgenes ajustados diariamente se encuentran exentas de los requerimientos regulatorios por exposición crediticia, debido al menor nivel de riesgo de contraparte.

Por otro lado, en setiembre de 2024 se promulgó el Decreto Legislativo 1646 para modificar los límites de concentración por contraparte. Posteriormente, en marzo de 2025, la SBS aprobó el reglamento correspondiente, que entró en vigencia en junio de 2025. La nueva normativa establece los límites a los financiamientos otorgados por una entidad del sistema financiero, ya sea mediante créditos, inversiones, contingencias u otras modalidades, que incluye a los derivados cambiarios, hacia una contraparte o grupo de contrapartes conectadas por riesgo único⁴.

Esta medida podría tener un efecto principalmente en los bancos híbridos activos en el mercado de derivados que suelen concentrar casi la totalidad de sus operaciones con no residentes con las filiales de su matriz al tratarse de un grupo de contrapartes conectadas. Además, los límites de concentración de contraparte consideran todo tipo de financiamiento —no solo derivados cambiarios—, por lo que los bancos híbridos podrían verse obligados a racionalizar el uso del límite de concentración. En consecuencia, estos bancos podrían optar por acelerar la adopción de ECC. Sin embargo, algunos bancos híbridos podrían optar por reducir su actividad en el mercado de derivados y así disminuir su exposición con su casa matriz para no exceder los límites de concentración regulatorios. Debido a su rol como *market makers*, esta decisión

podría traducirse en cotizaciones más elevadas para los clientes, a fin de compensar el mayor costo. Alternativamente, podrían comenzar a canalizar directamente los flujos de clientes no residentes, evitando el esquema tradicional de intermediación con su matriz, pero con menor volumen de operaciones.

Con la nueva normativa, el límite máximo de concentración por contraparte se redujo del 50 por ciento del patrimonio efectivo (PE) a como máximo el 25 por ciento del patrimonio efectivo de nivel 1 (PEN1). Este último resulta más restrictivo, ya que solo incorpora capital de la más alta calidad, es decir, aquel capaz de absorber pérdidas en cualquier momento. Por ejemplo, el PEN1 no considera instrumentos como la deuda subordinada, por no ser permanente y de libre disponibilidad. El cumplimiento de los nuevos límites contempla un periodo de adecuación gradual hasta mayo de 2030, según se detalla en el Cuadro 1. El impacto de la nueva normativa dependerá del nivel de PEN1 que mantengan las entidades financieras.

EFFECTOS SOBRE EL MERCADO CAMBIARIO

La adopción de ECC no solo se ha concentrado en bancos híbridos. En el caso de los bancos con capital mayoritariamente local, la compensación a través de una ECC puede constituir una vía para reducir barreras de acceso al mercado internacional. Tradicionalmente, estas entidades enfrentan mayores exigencias operativas para negociar con clientes no residentes, tales como la necesidad de mantener líneas de crédito bilaterales y contratos marco, y el establecimiento de colaterales y acuerdos de compensación. El uso de ECC les permitiría sustituir múltiples exposiciones bilaterales por una única exposición neta, lo que simplificaría la gestión del riesgo y mejoraría su capacidad de acceso a contrapartes extranjeras. No obstante, esta transición conlleva costos financieros y operativos, asociados tanto a la operativa de la ECC como al proceso de aprendizaje y adecuación tecnológica interna.

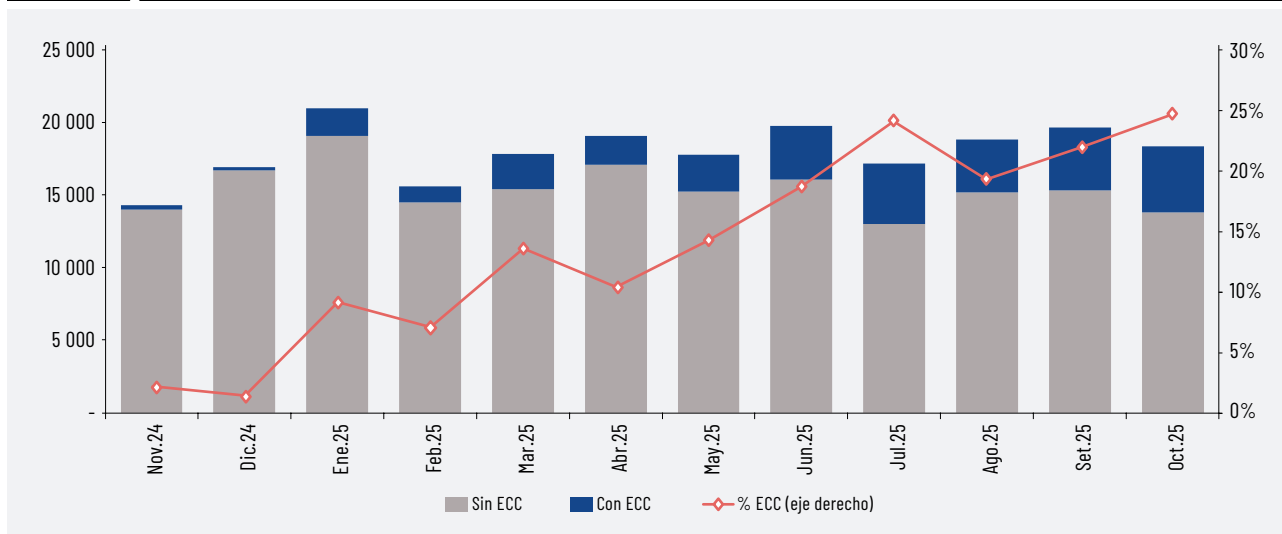
CUADRO 1 ■ Cronograma de adecuación de los nuevos límites de concentración

Periodo	Límite 1: del 50% del PE al 25% del PEN1	Límite 2: del 30% del PE al 25% del PEN1	Límite 3: del 30% del PE al 15% del PEN1
Jun.25-Dic.26	40% PEN1	37.5% PEN1	27.5% PEN1
Ene.27-Dic.27	35% PEN1	35% PEN1	25% PEN1
Ene.28-Dic.28	32.5% PEN1	32.5% PEN1	22.5% PEN1
Ene.29-Dic.29	30% PEN1	30% PEN1	20% PEN1
Ene.30-Abr.30	27.5% PEN1	27.5% PEN1	17.5% PEN1
Desde mayo 2030	25% PEN1	25% PEN1	15% PEN1

FUENTE: RESOLUCIÓN 975-2025 (SBS, 2025).
ELABORACIÓN PROPIA.

4 Se considera que un grupo de contrapartes está conectado por riesgo único si (i) existe una relación de control y pertenecen al mismo grupo económico, o (ii) existe interdependencia económica y es probable que las dificultades financieras sean compartidas.

GRÁFICO 3 ■ Volumen negociado de derivados cambiarios con el público (Millones USD)



FUENTE: BCRP.
ELABORACIÓN PROPIA.

Si bien se observa un avance significativo en la adopción de ECC, su uso se concentra en un número reducido de bancos debido a que su adopción dependerá de diferentes factores. Inicialmente, el uso de ECC se concentró en bancos locales, pero en los últimos meses se observa un mayor uso por parte de bancos híbridos. Como se observa en el Gráfico 3, entre noviembre de 2024 y octubre de 2025, la proporción de derivados cambiarios OTC compensados por ECC aumentó de 2 por ciento a 25 por ciento del volumen total negociado. Destaca el crecimiento de 46 por ciento en junio, que coincide con la entrada en vigencia de la nueva normativa sobre límites por contraparte, lo

que sugiere un efecto directo de esta medida sobre el comportamiento de los bancos que operan con estas operaciones.

CONCLUSIONES

Los cambios en el tratamiento regulatorio de los contratos de derivados introducidos después de la crisis financiera global han incentivado el uso de ECC en la negociación de derivados OTC mediante el incremento de costos regulatorios. El mercado de derivados peruano está dominado por las operaciones OTC y ha mostrado un avance gradual en la adopción de ECC para la compensación de derivados cambiarios. A octubre de 2025, cerca de una quinta parte del volumen negociado de derivados cambiarios se compensó a través de una ECC. No obstante, su uso aún se concentra en un número reducido de bancos, por lo que se espera que el proceso de adaptación continúe en los próximos años considerando las medidas regulatorias y las oportunidades que pueden generar para los bancos locales al facilitar las operaciones con una mayor base de clientes no residentes.

REFERENCIAS

- **Bank for International Settlements (2012).** Principles for financial market infrastructures. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
- **Financial Stability Board (2018).** Incentives to centrally clear over-the-counter (OTC) derivatives. <https://www.fsb.org/uploads/P070818.pdf>
- **International Monetary Fund (2010).** Making over-the-counter derivatives safer: The role of central counterparties. Global Financial Stability Report April 2010 (Chapter 3).
- **Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2025).** Resolución N.º 00975-2025. Reglamento sobre grupo económico, vinculación, aplicación de límites operativos a que se refieren los artículos 201 al 204 de la ley general y grandes exposiciones. https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/2486/v1.0/Adjuntos/975-2025.R.pdf



La adopción de ECC no solo se ha concentrado en bancos híbridos. En el caso de los bancos con capital mayoritariamente local, la **compensación a través de una ECC puede constituir una vía para reducir barreras de acceso al mercado internacional.**

