

Impacto de las elecciones presidenciales en el mercado cambiario PERUANO

MIRIAM LUNA* Y SAMANTHA PICCOY**



* Especialista sénior, Departamento del Programa Monetario del BCRP

miriam.luna@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento del Programa Monetario del BCRP

samantha.piccoy@bcrp.gob.pe

Este artículo analiza el impacto de los procesos electorales presidenciales sobre el mercado cambiario peruano en el periodo 2006-2021, utilizando evidencia descriptiva regional y un estudio de eventos. Los resultados muestran que la incertidumbre electoral se manifiesta principalmente a través de aumentos transitorios de la volatilidad del tipo de cambio y una intensificación en el uso de cobertura, mientras que los efectos sobre el nivel del tipo de cambio son heterogéneos y, en general, de corta duración. La intervención cambiaria del BCRP ha contribuido a atenuar episodios de volatilidad elevada.

INTRODUCCIÓN

Los procesos electorales suelen estar asociados a episodios de elevada incertidumbre política, con efectos visibles en los mercados financieros, particularmente en economías emergentes. En el Perú, los ciclos electorales se han vinculado a incrementos de la volatilidad del tipo de cambio, recomposiciones de portafolios por parte de inversionistas residentes y no residentes, y una mayor demanda por cobertura cambiaria, aun cuando los fundamentos macroeconómicos se han mantenido sólidos.

La incertidumbre política asociada a los ciclos electorales influye sobre el mercado cambiario a través de mecanismos interrelacionados que operan sobre las expectativas, la percepción del riesgo y las decisiones de portafolio de los agentes económicos. Este entorno puede afectar la credibilidad del marco macroeconómico y dar lugar a una reevaluación del riesgo soberano y cambiario, reduciendo el atractivo relativo de los activos denominados en moneda local (Aisen y Veiga, 2013). Estos efectos se reflejan en presiones cambiarias, aumento de volatilidad y una mayor demanda por instrumentos de cobertura (Galati, 2000; Leippold et al., 2024).

Asimismo, la mayor percepción de riesgo induce ajustes precautorios en los portafolios de inversionistas locales y extranjeros, generando salidas temporales de capitales y cambios en la demanda de divisas tanto en el mercado *spot* como en el de derivados. En economías con dolarización financiera, como el Perú, estos mecanismos tienden a amplificar la volatilidad cambiaria durante el periodo electoral, aunque sus efectos suelen disiparse una vez que se reduce la incertidumbre electoral (Carvalho y Guimarães, 2018).

Este artículo documenta los principales hechos estilizados del impacto de la incertidumbre electoral en el mercado cambiario peruano, evaluando si los procesos electorales generan efectos persistentes sobre el nivel del tipo de cambio o, alternativamente, aumentos transitorios de su volatilidad.

HECHOS ESTILIZADOS EN EL MERCADO CAMBIARIO

El análisis de los procesos electorales presidenciales revela un conjunto de regularidades empíricas en el comportamiento del mercado cambiario, cuya magnitud y persistencia dependen del grado de incertidumbre política, del contexto macroeconómico y de las condiciones financieras externas. Estas regularidades se observan de forma consistente en América Latina, aunque con una marcada heterogeneidad entre países, ciclos electorales y etapas del proceso electoral.

i) Presiones cambiarias heterogéneas sobre el nivel del tipo de cambio

El comportamiento del nivel de tipo de cambio en torno a los procesos electorales no es uniforme entre episodios. En algunos casos, se registran presiones depreciatorias transitorias, mientras que en otros los movimientos son acotados y rápidamente reversibles. Estos efectos tienden a intensificarse cuando los resultados electorales incorporan un componente relevante de sorpresa y elevan la incertidumbre sobre la orientación futura de la política económica (Pástor y Veronesi, 2012).

A nivel regional, la evidencia muestra una elevada heterogeneidad entre países y entre jornadas electorales. Los procesos electorales de Perú en 2021 y de Colombia en 2022 registraron impactos cambiarios significativamente mayores y más persistentes que los observados en otros episodios recientes. Si bien en estos casos predominaron presiones depreciatorias, en países como Chile y México se han observado movimientos de magnitud comparable, pero con direcciones opuestas, lo que refleja diferencias en los marcos institucionales, en las expectativas de política y en la reacción de los flujos de capitales.

En el caso peruano, el impacto cambiario ha variado sustancialmente entre ciclos electorales y entre etapas del proceso. Mientras que, en 2011 y 2016, los movimientos fueron relativamente acotados, el proceso electoral de 2021 destacó por la magnitud y persistencia de las presiones depreciatorias, con reducciones en el valor del sol hasta 60 días posteriores a las elecciones, y en magnitud superior a la registrada en los procesos electorales previos. Asimismo, se observa heterogeneidad entre la primera y segunda vuelta: en promedio, la primera mostró una apreciación transitoria del sol en horizontes muy cortos, seguida de una depreciación acumulada a diez días; en contraste, la segunda se caracterizó por depreciaciones inmediatas en los episodios de mayor incertidumbre, particularmente en 2011 y 2021.

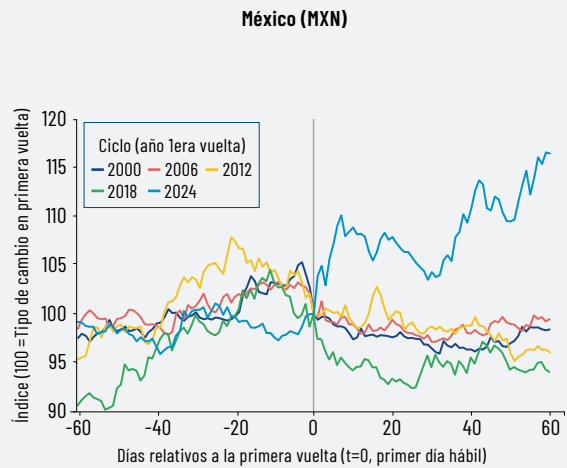
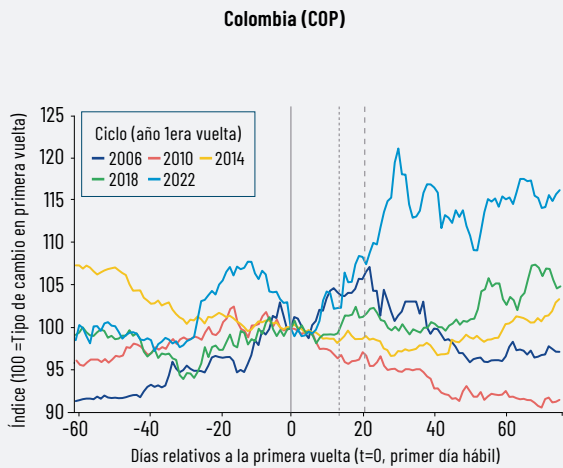
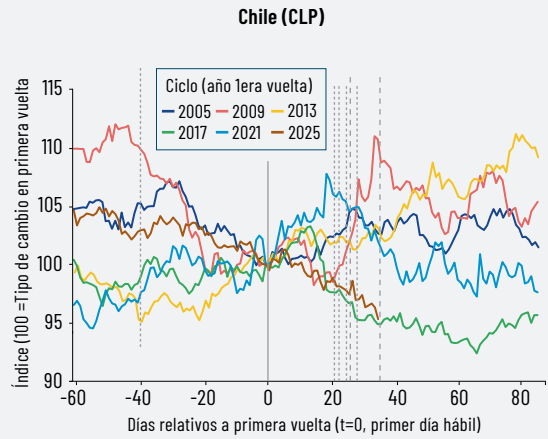
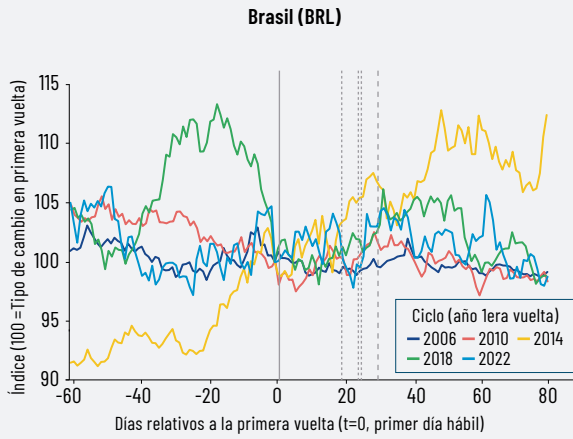
Las depreciaciones tienden a ser más persistentes cuando la incertidumbre política se materializa en salida de capitales¹. Cuando los resultados difieren de las expectativas del mercado, se observan ajustes abruptos tanto en el nivel del tipo de cambio como en su volatilidad², que reflejan la incorporación de nueva información revelada por el proceso electoral. Este patrón fue especialmente evidente en Perú (2021), Chile (2021), Colombia (2022) y México (2024), episodios en los que la posibilidad de cambios en la orientación de la política económica reordenó las expectativas y elevó las primas por riesgo.

Por otro lado, los efectos electorales interactúan con el entorno externo. La fortaleza del dólar, el

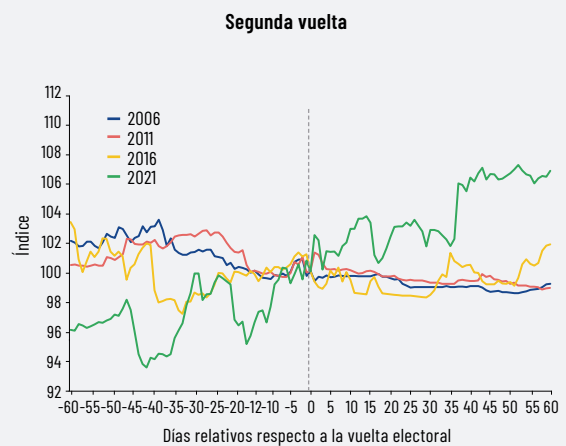
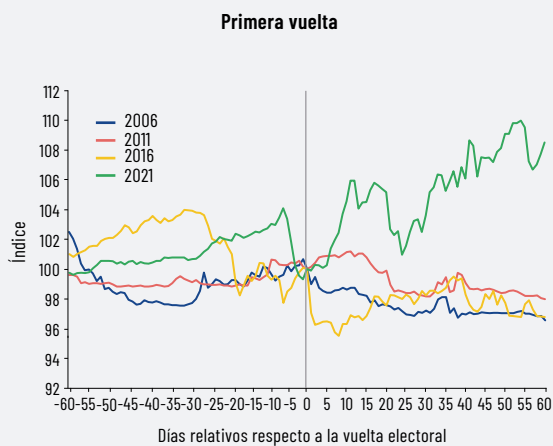
1 En 2021, el Perú experimentó uno de los episodios de salida de capitales más intensos de las últimas décadas. Durante la segunda vuelta y los primeros meses de la nueva administración, las salidas netas ascendieron a aproximadamente USD 15 mil millones (7,4 por ciento del producto bruto interno), en un contexto de fuerte aumento de la volatilidad del tipo de cambio y de mayor tenencia de activos en moneda extranjera por parte de residentes, tanto dentro como fuera del país. El BCRP respondió con una intervención cambiaria de gran magnitud: ventas por USD 17,6 mil millones a través de operaciones *spot*, *swaps* cambiarios y colocaciones de certificados de depósitos reajustables (CDRBCRP).

2 En Snowberg et al. (2012), se evidencian que los mercados financieros responden rápidamente a la nueva información revelada por eventos políticos.

GRÁFICO 1 ■ LATAM: evolución del tipo de cambio alrededor de las elecciones
 (Índice=100 el día posterior a la primera o única vuelta electoral)



Perú
 (Índice=100 el día posterior a la primera o única vuelta electoral)



NOTA: LAS LÍNEAS PUNTEADAS MARCAN EL INICIO DE LA SEGUNDA VUELTA EN LOS PERIODOS ELECTORALES.
 FUENTE: BCRP Y BLOOMBERG.

CUADRO 1 ■ Variación acumulada (En porcentaje)

Día posterior a	Tipo de cambio USDPEN					Índice DXY					Precio del cobre					
	1	5	10	30	60	1	5	10	30	60	1	5	10	30	60	
2006	Primera vuelta	-1,0	-1,6	-1,4	-2,8	-3,4	0,0	-1,6	-2,6	-5,3	-4,8	1,6	13,8	22,6	38,6	28,3
	Segunda vuelta	-0,6	-0,4	-0,3	-1,0	-0,8	0,1	2,0	2,3	3,5	1,1	-0,4	-7,3	-11,6	0,7	-6,8
2011	Primera vuelta	0,1	0,9	1,1	-1,8	-2,0	0,0	-0,3	-1,6	1,2	-0,1	-0,4	-4,1	-3,7	-8,2	-2,9
	Segunda vuelta	1,2	0,1	0,0	-0,8	-1,1	0,2	1,4	1,6	2,3	1,3	0,9	-0,2	0,9	7,5	0,4
2016	Primera vuelta	-2,9	-3,5	-3,7	-1,8	-3,2	-0,3	0,5	0,9	1,2	1,5	-0,2	3,4	7,8	-0,5	5,7
	Segunda vuelta	-0,7	0,0	-0,6	-1,6	1,8	-0,1	0,6	0,2	2,7	1,7	0,4	-3,9	-3,6	3,2	-1,5
2021	Primera vuelta	-0,1	0,2	4,6	3,6	8,5	0,0	-0,7	-1,4	-2,3	0,1	-1,0	3,8	6,1	11,3	4,9
	Segunda vuelta	2,4	1,3	2,8	2,8	6,7	-0,2	0,5	2,3	3,1	2,3	0,0	1,8	-6,6	-6,0	-5,1
Promedio primera vuelta		-1,0	-1,0	0,2	-0,7	0,0	-0,1	-0,5	-1,2	-1,3	-0,9	0,0	4,2	8,2	10,3	9,0
Promedio segunda vuelta		0,6	0,3	0,5	-0,2	1,6	0,0	1,1	1,6	2,9	1,6	0,2	-2,4	-5,2	1,4	-3,3

SIGNO POSITIVO/NEGATIVO PARA EL TIPO DE CAMBIO USDPEN INDICA UNA DEPRECIACIÓN/APRECIACIÓN DEL SOL, MIENTRAS QUE PARA EL ÍNDICE DXY INDICA UN FORTALECIMIENTO/DEBILITAMIENTO DEL DÓLAR A NIVEL GLOBAL.

FUENTE: BCRP Y REUTERS.

apetito global por riesgo y los precios de materias primas influyen de manera significativa en la magnitud observada de los movimientos cambiarios, por lo que el control por factores externos resulta necesario para aislar el componente idiosincrático del *shock* electoral.

ii) Incremento de la volatilidad cambiaria

Un hecho estilizado robusto es el aumento significativo de la volatilidad del tipo de cambio alrededor de las fechas de la primera y segunda vuelta, y en el anuncio de resultados oficiales (Bernhard y Leblang, 2006; Mnasri y Essaddam, 2021)³. Este incremento suele concentrarse en ventanas cortas alrededor de los eventos y normalizarse gradualmente a medida que se reduce la incertidumbre política, siendo más pronunciado en contextos de alta polarización política o propuestas económicas divergentes (Garfinkel et al., 1999).

La magnitud del aumento de la volatilidad depende de la solidez macroeconómica e institucional⁴. Economías con marcos de política creíbles y mercados financieros profundos exhiben reacciones más acotadas. En el caso peruano, la fortaleza macroeconómica ha contribuido a amortiguar parcialmente los impactos, aunque sin eliminarlos.

La evidencia para elecciones con dos vueltas sugiere que la volatilidad financiera es mayor cuando los resultados son impredecibles y decisivos, pero también cuando son predecibles y no decisivos (Carnahan y Saiegh, 2021). En este marco, la segunda vuelta es inherentemente decisiva, mientras que en la primera vuelta la volatilidad aumenta cuando el resultado se encuentra próximo al umbral legal para definir al ganador.

En Perú, durante el proceso de 2021, la volatilidad del tipo de cambio se mantuvo elevada incluso a horizontes de 30 y 60 días posteriores a la elección,

especialmente tras la segunda vuelta. Resultados cualitativamente similares se obtienen al considerar la volatilidad implícita y estimaciones basadas en modelos GARCH (1,1), lo que refuerza la robustez de este hecho estilizado.

Asimismo, la volatilidad cambiaria parece capturar con mayor precisión la incertidumbre electoral que el nivel del tipo de cambio. Mientras que este último mostró respuestas heterogéneas entre procesos, la volatilidad se incrementó de manera sistemática en las semanas previas a la primera vuelta y permaneció elevada entre rondas.

Este patrón se refleja también en el aumento del *spread bid-ask* del tipo de cambio, consistente con la evidencia de Galati (2000)⁵. En Perú, destacan por su magnitud los procesos de 2006, 2016 y 2021, en los que hubo un aumento que persistió entre la primera y segunda vuelta, y repuntó tras la segunda. Comportamientos similares, aunque de distinta magnitud, se observan en episodios de Brasil y México. En Chile y Colombia, en cambio, predominan picos más puntuales en 2021 y 2022, respectivamente, asociados a episodios de mayor incertidumbre.

iii) Intensificación de la intervención cambiaria

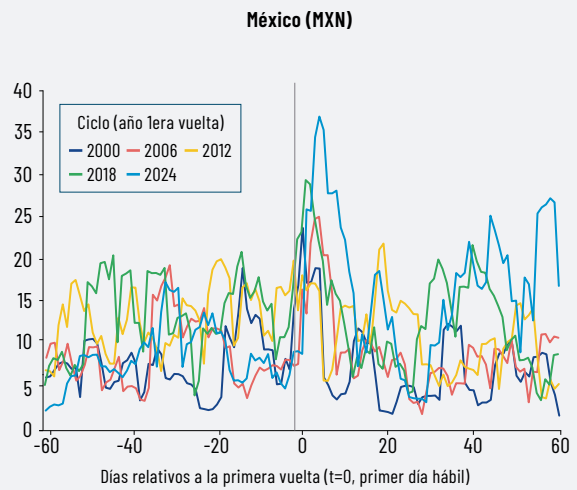
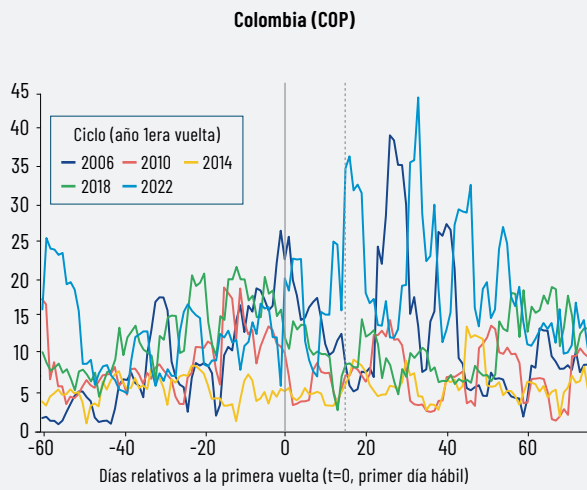
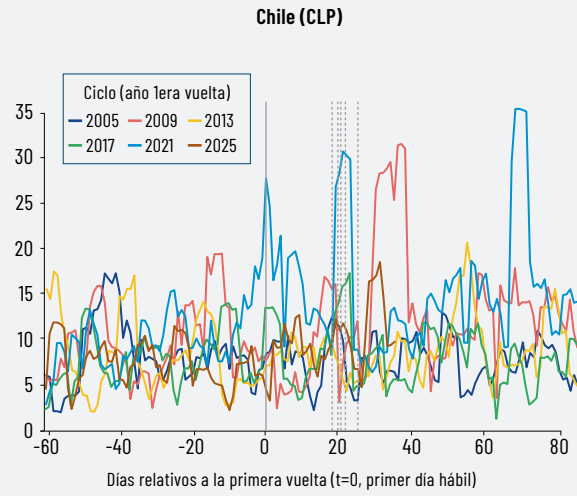
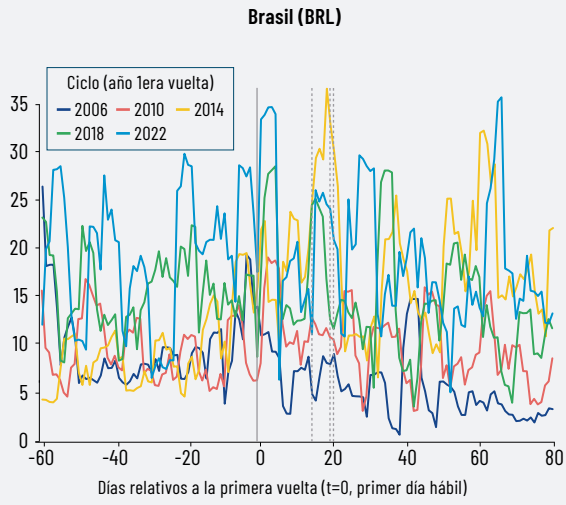
Durante episodios de elevada volatilidad, se observa una mayor participación del banco central en el mercado cambiario, tanto mediante operaciones *spot* como a través de instrumentos derivados, con el objetivo de atenuar movimientos desordenados de precios. La evidencia empírica sugiere que estas intervenciones contribuyen a una normalización gradual de la volatilidad, sin impedir que el tipo de cambio refleje sus fundamentos macroeconómicos (Rossini et al., 2014).

3 Bernhard y Leblang (2006) muestran que en periodos de potencial cambio político (campañas, negociaciones poselectorales, etc.) la varianza condicional tiende a incrementarse porque los agentes no conocen con la misma claridad cuál será el marco de política.

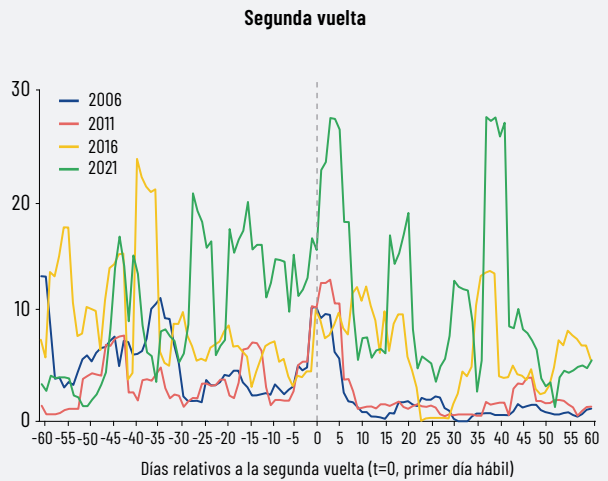
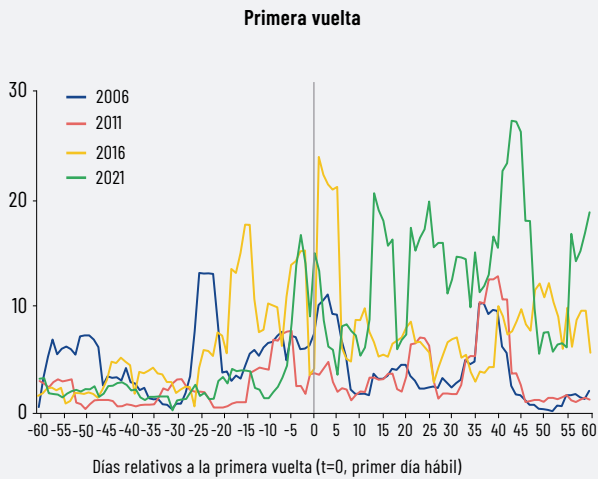
4 En Pástor y Veronesi (2013), el modelo predice que la relación entre la incertidumbre política y la volatilidad debería ser más positiva cuando las condiciones económicas son más adversas, ya que los choques políticos tienen un efecto más pronunciado sobre los precios de los activos en una economía más débil.

5 En Galati (2000), se documenta una relación positiva entre la volatilidad del tipo de cambio y los *spreads bid-ask*, en línea con los modelos de costos de inventario, donde mayores fluctuaciones elevan el riesgo de mantener posiciones abiertas y tienden a ampliar los *spreads*.

GRÁFICO 2 ■ LATAM: volatilidad realizada del tipo de cambio (5 días) alrededor de las elecciones



Perú



NOTA: LAS LÍNEAS PUNTEADAS MARCAN EL INICIO DE LA SEGUNDA VUELTA EN LOS PERIODOS ELECTORALES.
FUENTE: BCRP.

CUADRO 2 ■ Volatilidad del tipo de cambio

		Histórico (D.S.) ^{1/}					Implícita ^{2/}					GARCH (1,1) ^{3/}					Spread bid-ask (promedio)				
Dia posterior a		5	10	30	60	90	5	10	30	60	90	5	10	30	60	90	5	10	30	60	90
2006	Primera vuelta	9,3	1,8	2,5	2,1	0,6						5,9	5,3	5,2	4,9	4,6	0,45	0,28	0,25	0,25	0,21
	Segunda vuelta	5,7	0,8	0,2	1,1	0,5						5,2	4,9	4,9	4,5	4,1	0,80	0,30	0,20	0,17	0,17
2011	Primera vuelta	2,1	2,2	1,9	1,4	2,0	6,9	6,4	6,0	6,3	5,7	9,2	7,6	5,6	4,3	3,3	0,20	0,21	0,18	0,17	0,17
	Segunda vuelta	10,8	1,3	0,6	1,4	3,7	7,1	7,0	5,1	5,3	5,8	6,7	5,9	3,8	2,9	4,6	0,19	0,15	0,16	0,16	0,16
2016	Primera vuelta	21,2	8,9	7,1	5,9	2,6	11,4	11,4	11,0	9,8	8,4	17,4	12,1	7,5	8,0	6,3	0,32	0,30	0,35	0,35	0,30
	Segunda vuelta	9,9	11,0	1,5	5,6	3,5	10,6	10,4	7,9	8,6	8,6	7,5	8,2	6,5	6,7	6,4	0,61	0,37	0,32	0,28	0,29
2021	Primera vuelta	3,6	5,4	12,6	18,9	3,2	4,4	4,5	4,8	10,2	6,9	7,9	12,4	13,5	14,8	12,0	0,92	0,53	0,47	0,50	0,49
	Segunda vuelta	26,4	7,6	12,8	5,6	12,1	3,0	10,7	6,6	10,7	6,6	18,0	15,8	12,5	9,4	10,6	0,53	0,72	0,54	0,52	0,45
Promedio primera vuelta		9,1	4,6	6,0	7,1	2,1	7,6	7,4	7,3	8,8	7,0	10,1	9,3	8,0	8,0	6,6	0,47	0,33	0,31	0,31	0,29
Promedio segunda vuelta		13,2	5,2	3,8	3,4	5,0	6,9	9,3	6,5	8,2	7,0	9,4	8,7	6,9	5,9	6,4	0,53	0,38	0,30	0,28	0,27

1/ DESVIACIÓN ESTÁNDAR ANUALIZADA DE LOS RETORNOS DIARIOS.

2/ CORRESPONDE A LA VARIABLE RESULTANTE EN EL MODELO DE VALUACIÓN DE OPCIONES DE BLACK-SCHOLES. MIDE LAS EXPECTATIVAS DEL MERCADO SOBRE EL TIPO DE CAMBIO AL PLAZO DE UN MES.

3/ EL MODELO DE VOLATILIDAD AUTORREGRESIVO CONDICIONAL GENERALIZADO GARCH (1,1) APLICA UN PROCESO ESTOCÁSTICO A SERIES DE TIEMPO HISTÓRICAS DEL TIPO DE CAMBIO PARA PREDECIR SU VOLATILIDAD FUTURA. EL CONCEPTO ES SIMILAR A APLICAR MEDIAS MÓVILES EXPONENCIALES A LA VOLATILIDAD DONDE EL TIPO DE CAMBIO ACTUAL TIENE MAYOR IMPACTO EN LA PREDICCIÓN.

FUENTE: BCRP Y BLOOMBERG.

En el Perú, el BCRP interviene en el mercado cambiario para reducir la volatilidad del tipo de cambio. Durante los episodios de elevada volatilidad y presiones depreciatorias, particularmente durante el proceso electoral de 2021, se registraron ventas netas de dólares de magnitud significativa en ventanas de hasta 30 y 60 días posteriores a los comicios, tanto en la primera como en la segunda vuelta. Estas intervenciones se canalizaron mediante ventas netas de dólares en el mercado *spot* y de la colocación neta de instrumentos cambiarios, como los CDRBCRP y los *swaps* cambiario venta.

iv) Aumento del volumen transado y del uso de instrumentos derivados

Los procesos electorales suelen estar asociados a un incremento del volumen negociado en el mercado cambiario, lo que refleja una mayor actividad de rebalanceo de portafolios, demanda de cobertura y ajustes tácticos de posiciones (Galati, 2000; Carnahan y Saiegh, 2021)⁶. Este aumento del volumen sugiere que, pese al incremento de la volatilidad, el mercado mantiene niveles adecuados de liquidez, particularmente cuando existen marcos institucionales que favorecen su funcionamiento ordenado.

En Perú, el volumen promedio diario negociado en el mercado cambiario *spot* aumentó durante los periodos electorales de 2011 (29 y 23 por ciento en la primera y segunda vuelta, respectivamente) y 2021 (22 por ciento en la primera vuelta). Asimismo, en los procesos electorales de 2016 y 2021, el monto transado se ubicó entre 1,1 y 1,4 veces su promedio histórico reciente.

Además, en los procesos electorales de 2016 y 2021 se observa un aumento del saldo de compras netas de *Non-Delivery Forwards* (NDF) por parte de los inversionistas no residentes frente a la banca local. Este comportamiento estuvo acompañado de un mayor uso de instrumentos derivados, como *forwards* y *swaps* cambiarios, lo que se reflejó en un incremento del ratio de cobertura frente al riesgo.

La respuesta difiere entre tipos de agentes. Los inversionistas no residentes ajustan sus posiciones de cobertura de manera más rápida y sensible a episodios de incertidumbre, mientras que las AFP realizan ajustes más graduales, acorde con su horizonte de inversión de largo plazo y su marco regulatorio. En este contexto, un aumento del ratio de cobertura reflejaría principalmente una recomposición de la exposición cambiaria, más que salidas netas de capital⁷. En coherencia con lo anterior, el ratio de cobertura de las AFP se incrementó en 2011 y 2021, mientras que en 2016 registró una reducción. La dolarización de la cartera administrada por las AFP mostró un patrón similar: aumentos en 2011 y 2021 y una disminución en 2016.

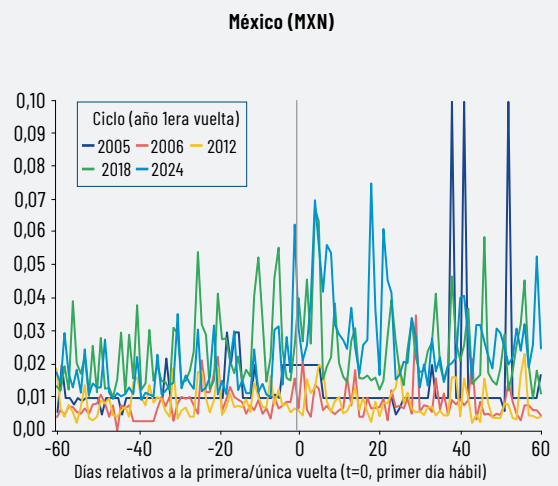
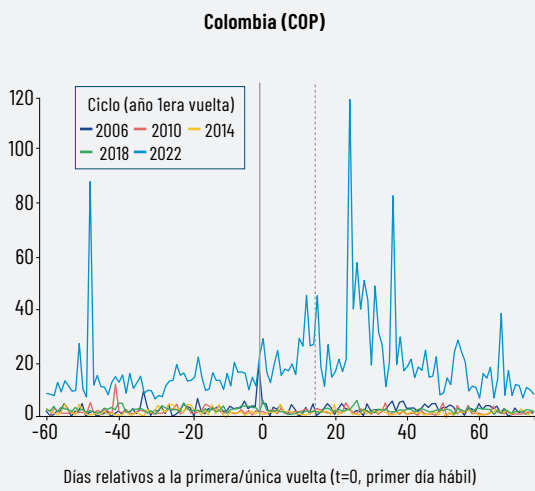
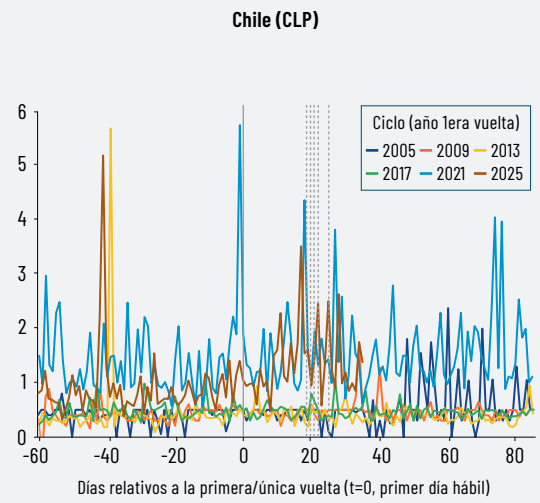
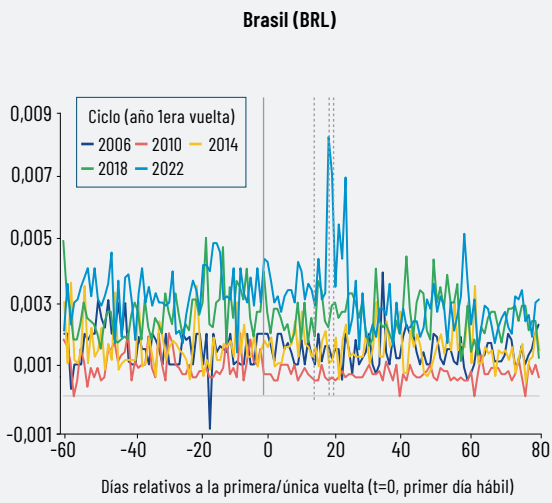
v) Normalización posterior a la resolución de la incertidumbre

Una vez definidos los resultados electorales y clarificado el marco de política económica, el mercado cambiario tiende a reducir su volatilidad y a normalizar los volúmenes transados. En la mayoría de los episodios, los movimientos del tipo de cambio se revierten parcial o totalmente, lo que sugiere que la incertidumbre electoral es percibida como un choque predominantemente transitorio. No obstante, los efectos pueden volverse persistentes

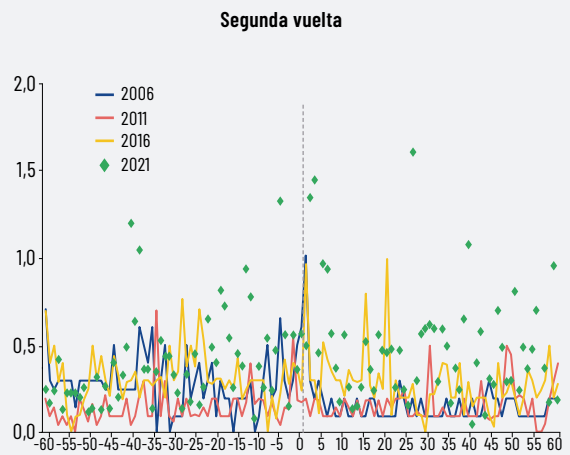
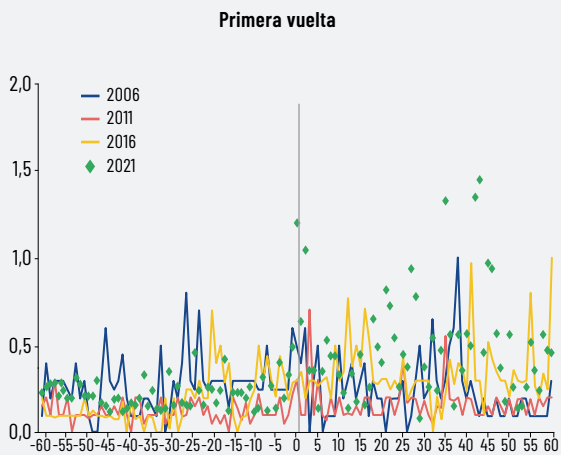
6 Galati (2000) encuentra que, en promedio, el volumen inesperado y la volatilidad del tipo de cambio se mueven positivamente, pero muestra que esta relación puede invertirse en periodos de estrés. Cuando la volatilidad alcanza niveles muy altos, algunos *traders* se retiran, cae el volumen y la correlación se vuelve negativa, lo que sugiere condiciones de liquidez insuficiente. Carnahan y Saiegh (2021) muestran que, en elecciones decisivas y difíciles de anticipar, la revelación del resultado introduce noticias no previstas que llevan a los inversionistas a actualizar creencias, reevaluar precios y rebalancear portafolios, acciones que elevan la volatilidad financiera en el corto plazo, con un salto concentrado inmediatamente después del evento.

7 Forbes y Warnock (2012) documentan que episodios de incertidumbre generan *capital flow waves* en economías emergentes. Broner et al. (2013) muestran que los inversionistas extranjeros reaccionan con mayor rapidez ante *shocks* políticos.

GRÁFICO 3 ■ LATAM: *spread bid-ask* del tipo de cambio



Perú



NOTA: LAS LÍNEAS PUNTEADAS MARCAN EL INICIO DE LA SEGUNDA VUELTA EN LOS PERIODOS ELECTORALES.
 FUENTE: BCRP Y BLOOMBERG.

GRÁFICO 4 ■ Intervención neta en el mercado cambiario y tipo de cambio USDPEN



NOTA: EL ÁREA SOMBRADA CORRESPONDE A LOS PERIODOS ELECTORALES. INCLUYE COMPRAS/VENTAS DE DÓLARES EN EL MERCADO SPOT, VENCIMIENTO NETO DE CDRBCRP, SWAPS CAMBIARIOS VENTA, COLOCACIONES NETAS DE CDLD Y DE SWAPS CAMBIARIOS COMPRA. SIGNO POSITIVO/NEGATIVO INDICA COMPRAS/VENTAS DE DÓLARES.
FUENTE: BCRP.

CUADRO 3 ■ Intervención cambiaria del BCRP-acumulada (En millones USD)

	Día posterior a	Compras netas spot					Vencimiento neto de derivados					Total				
		1	5	10	30	60	1	5	10	30	60	1	5	10	30	60
2006	Primera vuelta	0	0	0	1	35	0	0	0	0	153	0	0	0	1	188
	Segunda vuelta	3	3	3	495	2 066	0	0	144	153	153	3	3	147	648	2 219
2011	Primera vuelta	0	-91	-91	-448	-420	-54	-285	-320	-585	-685	-54	-376	-411	-1 033	-1 105
	Segunda vuelta	0	0	0	534	1 739	-45	-45	-45	292	799	-45	-45	-45	826	2 537
2016	Primera vuelta	0	0	0	0	520	607	1 455	2 191	2 872	5 107	607	1 455	2 191	2 872	5 627
	Segunda vuelta	0	55	55	2 090	2 090	110	374	960	3 700	5 682	110	429	1 015	5 791	7 772
2021	Primera vuelta	0	0	-46	-467	-2 544	-272	-430	-1 424	-1 441	5	-272	-430	-1 470	-1 908	-2 539
	Segunda vuelta	-253	-373	-465	-1 284	-2 715	342	723	784	1 452	2 201	89	350	319	168	-514
Promedio primera vuelta		0	-23	-34	-229	-602	70	185	112	211	1 145	70	162	78	-17	543
Promedio segunda vuelta		-63	-79	-102	459	795	102	263	461	1 399	2 209	39	184	359	1 858	3 004

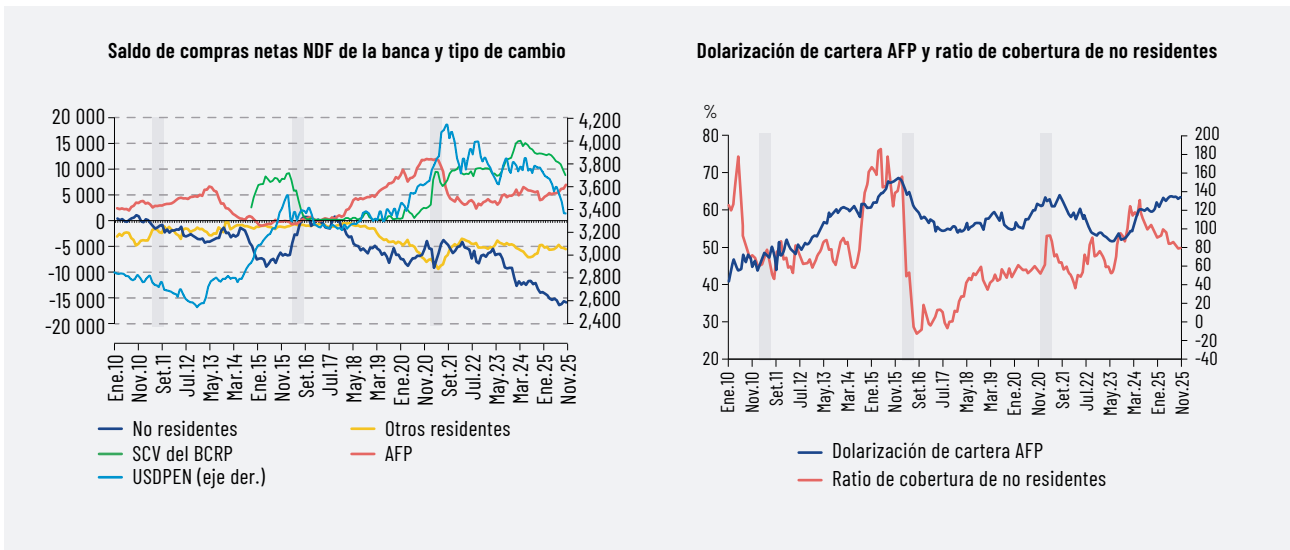
NOTA: SIGNO POSITIVO/NEGATIVO INDICA COMPRAS/VENTAS NETAS DE DÓLARES EN EL MERCADO SPOT. EN EL CASO DE DERIVADOS EL SIGNO POSITIVO/NEGATIVO INDICA VENCIMIENTO/COLOCACIÓN NETA DE DÓLARES.
FUENTE: BCRP.

CUADRO 4 ■ Monto transado en el mercado spot interbancario

Periodo	2011		2016		2021	
	Primera vuelta	Segunda vuelta	Primera vuelta	Segunda vuelta	Primera vuelta	Segunda vuelta
Preelectoral	508	589	386	455	368	422
Electoral (A)	655	724	318	331	448	424
Poselectoral	732	589	275	307	394	356
Variación del monto transado (en %)	29	23	-18	-27	22	1
Promedio histórico (B)	475		563		462	
Ratio = (A/B)	1,4		0,6		1,0	

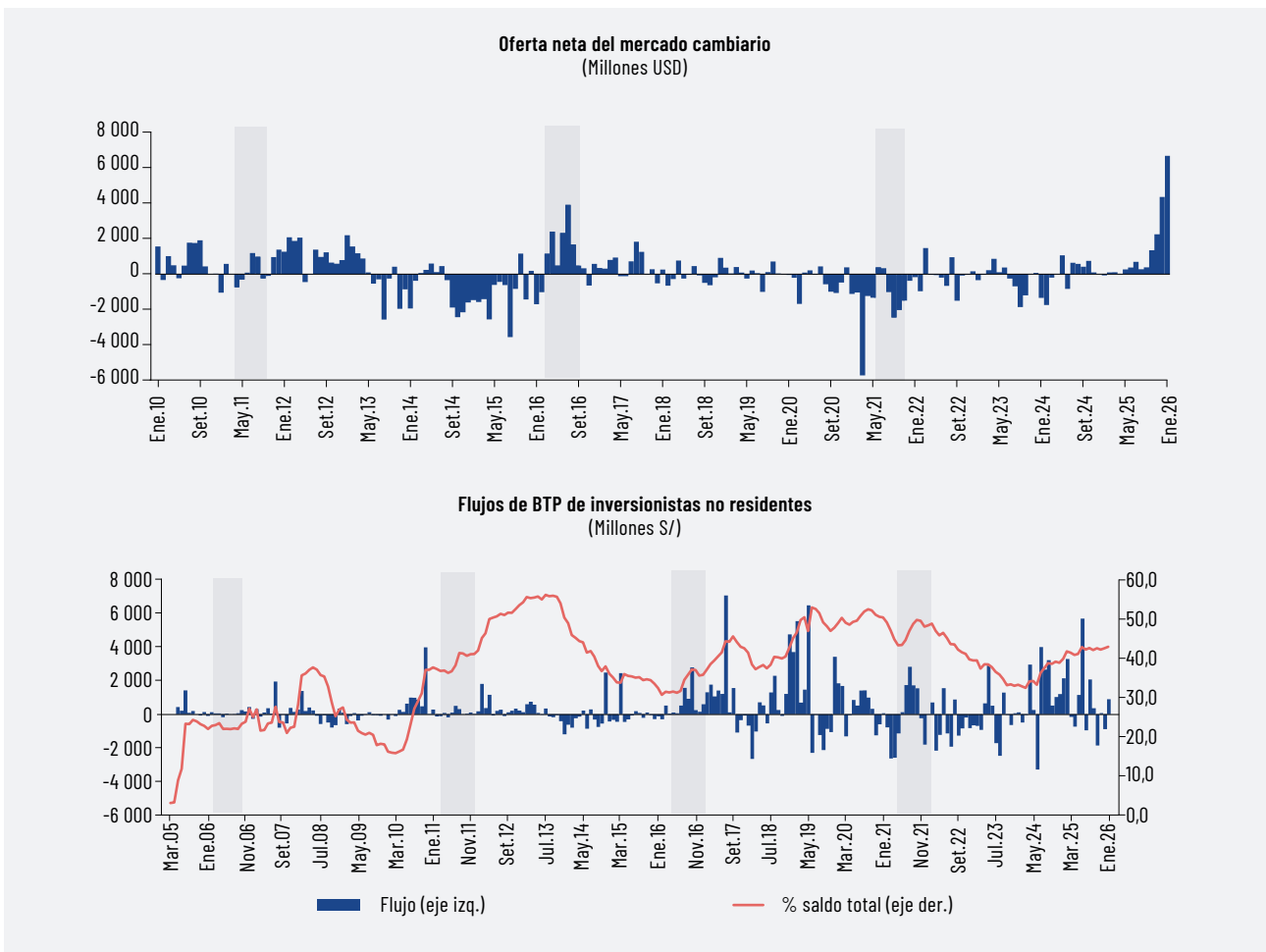
NOTA: EL PERIODO PREELECTORAL CORRESPONDE AL PROMEDIO ENTRE 30 Y 90 DÍAS ANTES DE LAS ELECCIONES; LA VENTANA ELECTORAL, AL PROMEDIO 10 DÍAS ANTES Y DESPUÉS DE LAS ELECCIONES; Y EL PERIODO POSELECTORAL, AL PROMEDIO DE LOS 30 DÍAS LUEGO DE LAS ELECCIONES. EL PROMEDIO HISTÓRICO CORRESPONDE AL VOLUMEN TRANSADO EN LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS.
FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 5 ■ Saldo de compras netas NDF de la banca, dolarización de la cartera de AFP y ratio de cobertura de no residentes (Monto en millones USD)



NOTA: EL ÁREA SOMBRADA CORRESPONDE A LOS PERIODOS ELECTORALES.
FUENTE: BCRP.

GRÁFICO 6 ■ Oferta neta en el mercado cambiario y flujos de BTP en poder de no residentes



NOTA: EL ÁREA SOMBRADA CORRESPONDE A LOS PERIODOS ELECTORALES.
FUENTE: BCRP.

cuando la incertidumbre deriva en cambios duraderos en las expectativas de política económica o en un deterioro del riesgo soberano⁸.

En el caso peruano, la evidencia indica que los episodios electorales han estado asociados principalmente a aumentos transitorios de la volatilidad, más que a movimientos persistentes del nivel del tipo de cambio, con una reversión gradual de los flujos y de la demanda de cobertura luego de la segunda vuelta, consistente con una reducción gradual de la incertidumbre política.

IDENTIFICACIÓN DEL EFECTO ELECTORAL: UN ESTUDIO DE EVENTOS

Con el fin de complementar la evidencia descriptiva presentada en la sección anterior, a continuación, se implementa un estudio de eventos que permite evaluar de manera sistemática el comportamiento del mercado cambiario alrededor de la primera y segunda vuelta en los procesos electorales de los años 2006, 2011, 2016 y 2021. El análisis se desarrolla a partir de dos tipos de ventanas temporales. En primer lugar, se define una ventana de estimación previa al evento, comprendida entre los días -120 y -31, la cual se utiliza como referencia para caracterizar el comportamiento “normal” del mercado cambiario. En segundo lugar, se considera una ventana de evento simétrica alrededor del día 0, que abarca el intervalo [-10, +10], para capturar tanto reacciones anticipadas como ajustes posteriores al evento electoral.

Durante la ventana de evento, se analizan cuatro variables principales: (i) el retorno diario del tipo de cambio nominal USDPEN, definido como la variación logarítmica del tipo de cambio *spot* (r); (ii) la volatilidad del tipo de cambio, aproximada mediante *proxys* basadas en los retornos diarios (r^2); (iii) el *spread bid-ask* del tipo de cambio; y (iv) el monto negociado en el mercado cambiario interbancario en logaritmos. Para cada variable X_t , se construye su componente anormal como la desviación respecto del valor esperado, estimado a partir del promedio en la ventana de estimación. Sobre esta base, se calcula el efecto promedio *cross-event* AX_t y su acumulado CAX_t , los cuales resumen la magnitud y persistencia de la respuesta del mercado en el entorno del evento⁹. La significancia estadística se evalúa mediante pruebas paramétricas sobre ventanas predefinidas, complementadas con pruebas no paramétricas.

En el Gráfico 7 se presentan los resultados del estudio de eventos, con énfasis en el comportamiento anormal acumulado de las variables del mercado cambiario alrededor de los hitos electorales considerados. En el caso de los retornos, la reacción del tipo de cambio en torno a los procesos electorales resulta altamente heterogénea entre episodios y entre vueltas. En algunos casos, el retorno anormal acumulado (CAR) se vuelve persistentemente

positivo, consistente con una depreciación anormal del sol; en otros, se observa una corrección alrededor del día del evento, seguida de persistencia o reversión. Este patrón sugiere que el efecto electoral opera principalmente a través de cambios en la percepción de riesgo político y en la probabilidad asignada por el mercado a trayectorias alternativas de política económica, de modo que la dirección y magnitud del movimiento depende de la señal informativa específica asociada a cada elección. En línea con ello, a nivel agregado el CAR no muestra un patrón estable ni significancia consistente a través de las distintas ventanas analizadas.

La incertidumbre electoral se refleja con mayor claridad en la volatilidad que en los retornos promedio. A nivel agregado, la evidencia para la volatilidad es robusta: el acumulado de la volatilidad anormal es positivo y creciente en ventanas más amplias, y resulta estadísticamente significativo en varias de ellas. Este comportamiento sugiere que los procesos electorales generan episodios de volatilidad elevada que persiste durante varios días alrededor del desenlace, consistentes con un aumento transitorio de la incertidumbre de corto plazo, que está asociado a ajustes de portafolio y a una mayor demanda de gestión de riesgo más que con un cambio direccional promedio del tipo de cambio.

Por su parte, el *spread bid-ask* aumenta de manera sistemática alrededor del evento y la evidencia es sólida. El Gráfico 10 muestra que el *spread* anormal acumulado es positivo y, además, las pruebas señalan que es altamente significativo en múltiples ventanas. Este patrón es consistente con un entorno de mayor incertidumbre y riesgo de movimientos pronunciados del tipo de cambio, en el cual se encarece para los intermediarios mantener posiciones abiertas y absorber órdenes, traduciéndose en mayores *spreads* como compensación por riesgo de negociación. En contraste, no se observan diferencias robustas entre primera y segunda vuelta: las diferencias promedio son pequeñas y no significativas, lo que sugiere que el aumento del *spread* es una característica general del entorno electoral en el Perú más que un fenómeno específico de una vuelta en particular.

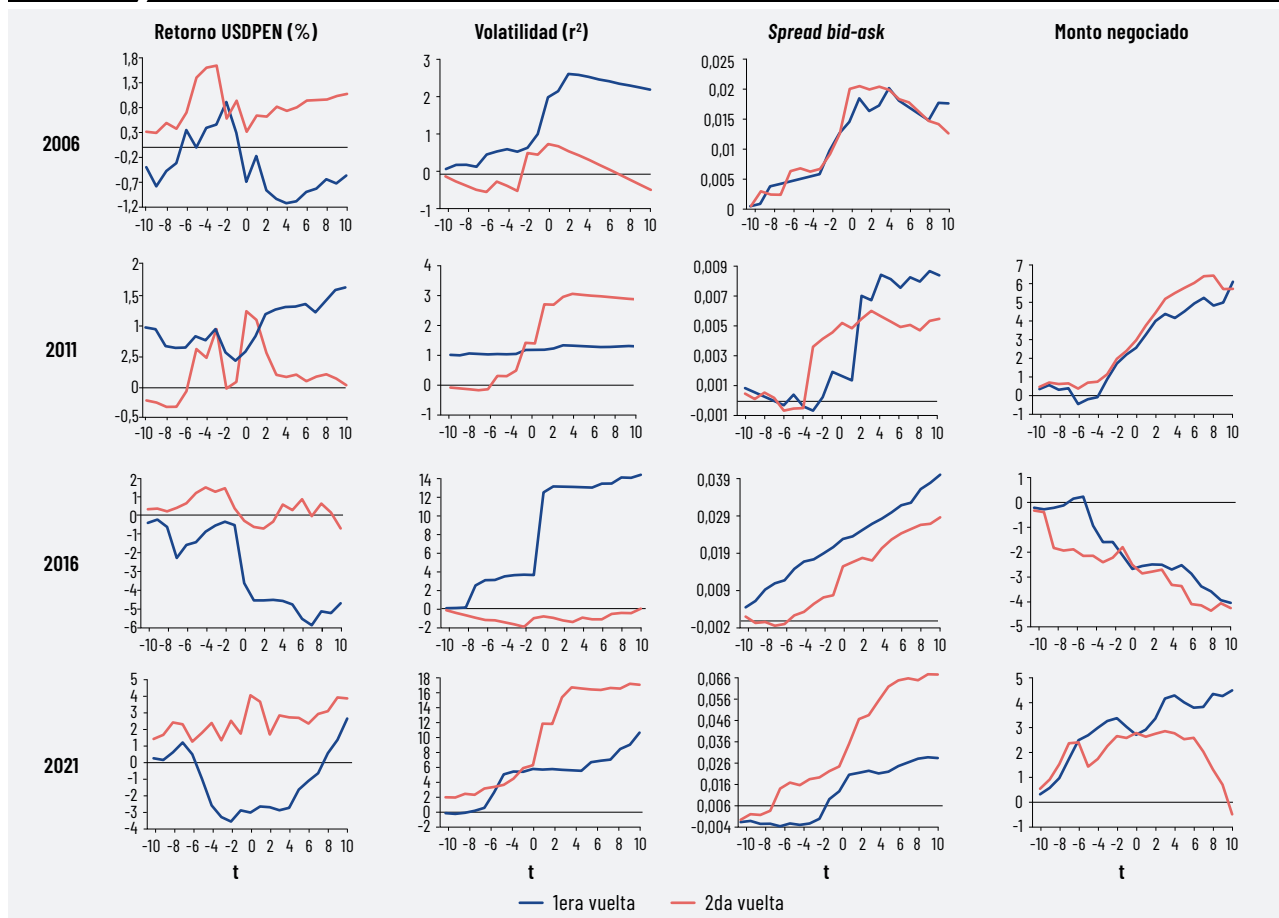
En cuanto a las diferencias entre vueltas, la evidencia apunta a un efecto puntual más que a un diferencial persistente. La diferencia promedio entre vueltas (segunda vuelta menos primera vuelta) para los retornos es positiva y marginalmente significativa en el día del evento, mientras que en ventanas más amplias la diferencia pierde significancia. Esto sugiere que, en promedio, la segunda vuelta estaría asociada a un movimiento adicional concentrado en el día del desenlace, sin que dicho diferencial se mantenga al acumularse en ventanas más largas.

Finalmente, el monto no exhibe un cambio sistemático ni una dirección clara alrededor del desenlace.

8 En Pástor y Veronesi (2012), la incertidumbre sobre la orientación de la política eleva la volatilidad y las primas por riesgo en torno a potenciales cambios de régimen, y estos efectos se reducen gradualmente a medida que la incertidumbre se resuelve. Por su parte, Baker et al. (2016) documentan que innovaciones en su índice de incertidumbre de política económica (EPU) preceden caídas en actividad e inversión a nivel agregado, y que mayores niveles de EPU se asocian con mayor volatilidad en precios de acciones.

9 Para cualquier variable X : $AX_{it} = X_{it} - \bar{X}_i$; $AX_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AX_{it}$; $CAX_t = \sum_{s=-10}^t AX_s$; $CAX(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AX_{it}$, donde se denota $X=r$ para los retornos; para la volatilidad, $X=r^2$ o $X=r^2$; para el *spread*, $X=s$; y para el monto, $X=q$.

GRÁFICO 7 ■ Estudio de eventos: desvío acumulado respecto al promedio preevento en retorno, volatilidad, spread bid-ask y monto negociado



FUENTE: BCRP Y BLOOMBERG.
ELABORACIÓN: PROPIA.

El comportamiento del volumen es heterogéneo entre episodios, y los promedios no resultan estadísticamente significativos en múltiples ventanas. Esta heterogeneidad es consistente con la presencia de canales contrapuestos. Por un lado, un aumento de incertidumbre puede elevar el volumen negociado si predomina la demanda de cobertura y rebalanceo de portafolios (más agentes ajustan exposición cambiaria); por otro, la misma incertidumbre puede reducir el volumen si prevalece un comportamiento de espera (*wait-and-see*), en el que agentes postergan operaciones ante mayores *spreads* y mayor riesgo de ejecución, o si se ralentiza la rotación de posiciones.

CONCLUSIONES

En el Perú, los procesos electorales presidenciales han tenido un impacto significativo, pero acotado sobre el mercado cambiario. Dicho impacto se ha manifestado principalmente en incrementos transitorios de la volatilidad y en una mayor demanda por coberturas, sin generar cambios persistentes en el nivel del tipo de cambio, salvo en episodios de elevada y prolongada incertidumbre política como en 2021. La experiencia resalta la importancia de preservar la estabilidad institucional y la claridad en las señales de política económica para anclar las expectativas y asegurar el adecuado funcionamiento del mercado cambiario.

REFERENCIAS

- Aisen, A., & Veiga, F. (2013). How does political instability affect economic growth? *European Journal of Political Economy*, 29(C), 151-167.
- Bernhard, W., & Leblang, D. (2006). *Democratic Processes and Financial Markets: Pricing Politics*. Cambridge University Press.
- Carnahan, D., & Saiegh, S. (2021). Electoral uncertainty and financial volatility: Evidence from two-round presidential races in emerging markets. *Economics and Politics*, 33(1), 109-132.
- Carvalho, A., & Guimarães, B. (2018). State-controlled companies and political risk: Evidence from the 2014 Brazilian election. *Journal of Public Economics*, 159, 66-78.
- Galati, G. (2000). *Trading volumes, volatility and spreads in foreign exchange markets: evidence from emerging market countries*. BIS Working Paper 93. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work93.pdf>
- Leippold, M., Matthys, F. H. A., Mueller, P., & Svaton, M. (2024). *Political uncertainty and currency markets*. Research Paper No. 24-13. Swiss Finance Institute.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520-545.
- Rossini, R., Quispe, Z., & Serrano, E. (2014). Intervención cambiaria en el Perú: 2007 a 2013. *Revista Estudios Económicos*, 27, 9-24. Banco Central de Reserva del Perú. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/27/ree-27-rossini-quispe-serrano.pdf>
- Snowberg, E., Wolfers, J., & Zitzewitz, E. (2012). *Prediction Markets for Economic Forecasting*. Working Paper 18222. NBER. <https://doi.org/10.3386/w18222>