

PERÚ: 90 AÑOS de la Banca Central

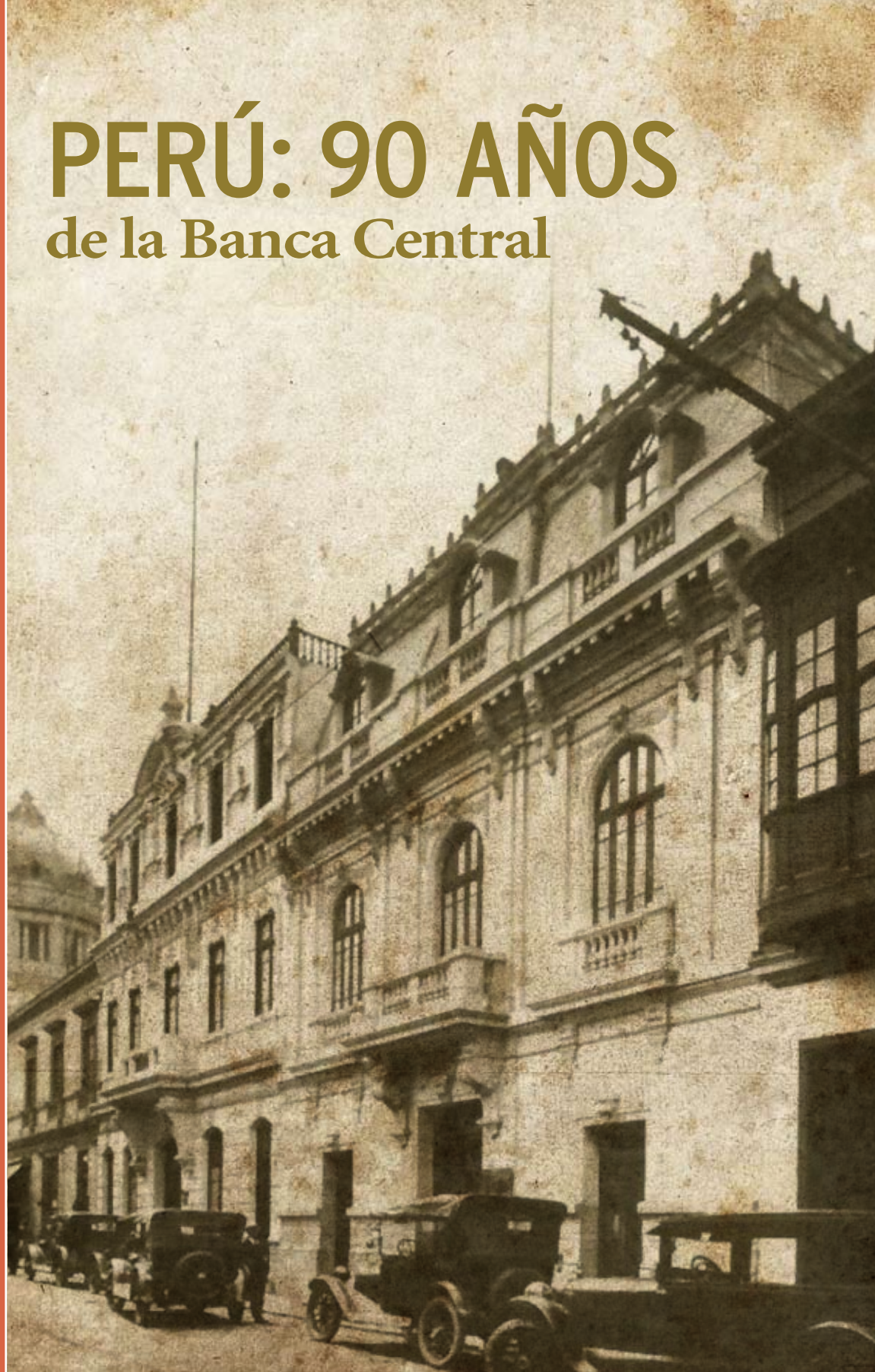


90 AÑOS | 1922-2012

LECCIONES
DE LA CRISIS
Retos de política

COMUNICACIÓN
DE BANCOS
CENTRALES
Una revisión de casos

HISTORIA
ECONÓMICA
Perú: 1821-1930





VI Concurso Escolar BCRP 2011

RESULTADOS

Puesto	Título del Ensayo	Alumnos	Profesor	Colegio	Lugar
1	Crecen las familias, las empresas y las instituciones: crece el Perú	Joel Acuña, Valeria Morales y Naara Cancino	Roland Geldres Uceda	Nuestra Señora del Perpetuo Socorro	Trujillo, La Libertad
2	Si sueñas con la casa propia, es mejor soñar despierto...con los ojos abiertos	Krisley Cupe, José Villanueva y Eric Pariona	Walter Mayhui Huayhua	Jesús de Belén	Comas, Lima
3	Aprendiendo del pasado y planteando los nuevos retos en estabilidad macroeconómica	Gianella Lavalle, Kiara Miranda y María Granados	José Alberto Llaullipoma Romaní	Nuestra Señora de la Paz	Magdalena del Mar, Lima

PREMIOS

Primer puesto:

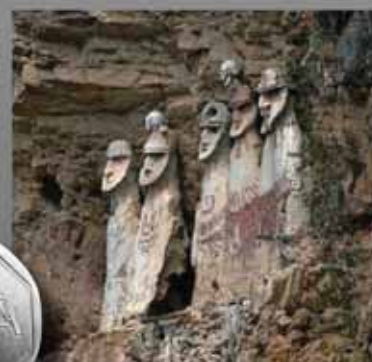
- A cada alumno, S/. 2 000
- Al profesor asesor, S/. 2 000
- Al colegio, una laptop y un proyector

Segundo puesto:

- A cada alumno, S/. 1 500
- Al profesor asesor, S/. 1 500
- Al colegio, una computadora (PC) y una impresora láser

Tercer puesto:

- A cada alumno, S/. 1 000
- Al profesor asesor, S/. 1 000
- Al colegio, una computadora (PC)



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



Sumario

MONEDA

Marzo 2012



90 AÑOS | 1922-2012

MONEDA
es una publicación del
Banco Central
de Reserva del Perú
www.bcrp.gob.pe

PRESIDENTE JULIO VELARDE FLORES /
DIRECTORES LUIS ARIAS MINAYA, BEATRIZ
BOZA DIBOS, JOSÉ GALLARDO KU, ALFONSO
LÓPEZ CHAU NAVA, ABEL SALINAS IZAGUIRRE,
JAIME SERIDA NISHIMURA / **GERENTE GENERAL**
RENZO ROSSINI MIÑÁN / **EDITOR DE LA REVISTA**
JOSÉ ROCCA ESPINOZA.

CARÁTULA FOTOGRAFÍA DE LAS OFICINAS PROVISIONALES DEL
BANCO DE RESERVA SITUADAS EN LA CALLE DE NUÑEZ, EN UN
LOCAL DE LA COMPAÑÍA DE SEGUROS RÍMAC (1922).

ISSN (impreso): 1991 - 0592

ISSN (digital): 1991 - 0606

Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú N° 95-1359-1515.

■ Las opiniones vertidas en esta revista son de
exclusiva responsabilidad de los autores.

■ Jirón Miró Quesada 441-445, Lima.

Teléfono: 613 2061

- 4 CELEBRACIÓN DEL 90 ANIVERSARIO DE LA CREACIÓN DEL BANCO DE RESERVA DEL PERÚ**
JULIO VELARDE
Discurso dirigido a las personalidades invitadas a la ceremonia de celebración del 90 aniversario de la creación del Banco de Reserva del Perú.

- 7 LA CREACIÓN DEL BANCO DE RESERVA DEL PERÚ**
CARLOS PEREYRA
Reseña las circunstancias históricas e ideas que llevaron a la creación del Banco de Reserva del Perú y a su posterior transformación en el actual Banco Central de Reserva del Perú.

- 12 ALGUNAS LECCIONES DE LA CRISIS FINANCIERA PARA EL DISEÑO DE POLÍTICA MONETARIA**
PAUL CASTILLO
Discute los distintos esquemas de política monetaria que un número creciente de bancos centrales adoptó ante la reciente crisis financiera global.

- 16 LA COMUNICACIÓN DEL OBJETIVO INFLACIONARIO DE LOS BANCOS CENTRALES. UNA REVISIÓN DE CASOS**
CÉSAR CARRERA
Documenta las prácticas de anuncios de metas de inflación en diferentes países.

- 20 INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y MACROECONOMÍA**
HUGO VEGA y MARCO VEGA
Analizan el rol de la intermediación financiera en la macroeconomía.

- 24 REGÍMENES CAMBIARIOS Y DESEMPEÑO MACROECONÓMICO**
MARCO VEGA y ERICK LAHURA
Evalúan los cuarenta años de convivencia entre regímenes cambiarios fijos y flotantes.

- 27 REMESAS EXTERNAS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EL PERÚ**
NIKITA CÉSPEDES
Destaca la importancia de las remesas del exterior que reciben los peruanos en el crecimiento económico.

- 31 PRINCIPIOS PARA LAS INFRAESTRUCTURAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**
MILTON VEGA y ERIK DORICH
Los autores tienen por objeto la divulgación de los elementos básicos de la propuesta de Principios para las Infraestructuras de los Mercados Financieros.

- 36 LA SERIE NUMISMÁTICA RIQUEZA Y ORGULLO DEL PERÚ**
ABRAHAM DE LA MELENA y JORGE NEGRÓN
Se explica cómo fue llevado a cabo el proyecto de la serie numismática denominada "Riqueza y Orgullo del Perú", dado su significado y trascendencia para nuestro país.

- 41 INDICADORES ECONÓMICOS**

- 42 LA HISTORIA ECONÓMICA DE NUESTRA PRIMERA CENTURIA**
CARLOS CONTRERAS
Refiere el contenido del cuarto tomo del Compendio de Historia Económica del Perú que cubre el período 1821-1930. El Compendio consta de cinco tomos y es publicado por el Banco Central de Reserva del Perú y el Instituto de Estudios Peruanos.

- 48 LIBROS Y CERTÁMENES**



*Celebración del
90 aniversario
de la creación del Banco
de Reserva del Perú**

JULIO VELARDE **

* Discurso dirigido a las personalidades invitadas a la ceremonia de celebración del 90 aniversario de la creación del Banco de Reserva del Perú el 22 de marzo último en el claustro de la Iglesia San Pedro.

** Presidente del Banco Central de Reserva del Perú



Señoras y señores:

Tengo la satisfacción de reunirme con ustedes para celebrar los 90 años de creación del Banco de Reserva y, para esta celebración tan especial, se ha escogido este histórico claustro de la Iglesia de San Pedro, uno de los exponentes más importantes del patrimonio cultural y religioso de la ciudad de Lima.

Me gustaría, aprovechando esta ocasión, repasar algunos aspectos de la historia previa a la creación del Banco.

En diciembre de 1821 se concreta la primera iniciativa de formar un banco central con la creación del Banco Auxiliar de Emisión cuya función principal fue la de imprimir billetes y otorgar créditos. Estos billetes fueron declarados de circulación forzosa, pero fueron repudiados en menos de un año por la preferencia en el uso del oro y la plata, los problemas de falsificación y el abuso en la emisión para cubrir las necesidades del erario público sin incrementar su respaldo en metálico.

En ese entonces, y en la mayor parte del siglo XIX, circularon vales a la vista y al portador emitidos por comerciantes o haciendas. A partir de 1863, época de las concesiones guaneras y empréstitos, se establecieron bancos privados de emisión y de descuento. Cada banco, 15 en total, emitía su propio billete al portador y a la vista y sin supervisión estatal.

La emisión desmesurada de billetes bancarios, el alza de precios, la retención del circulante metálico y el término de la bonanza fiscal, motivó la promulgación de un decreto en diciembre de 1873, donde por primera vez se establecieron encajes y se sometió a los bancos a la inspección del llamado Tribunal del Consulado. Esta entidad privada tomó el control de la emisión bancaria, decretó la inconvertibilidad de los billetes de los bancos privados. Además, se propuso crear un banco central que emita billetes y sea prestamista de última instancia. Sin embargo esta última iniciativa no prosperó y con la Guerra del Pacífico, los bancos de emisión privados quebraron y se estableció el patrón metálico: plata primero y oro después.

A inicios del siglo XX, el régimen monetario metálico permitió una relativa estabilidad monetaria y bancaria de la economía. Los bancos no tenían la facultad de emitir billetes. La necesidad de circulante fue satisfecha por sucesivos aumentos en la acuñación e importación de oro.

La economía peruana no fue ajena a la coyun-

tura internacional; el inicio de la Primera Guerra Mundial limitó el libre desplazamiento del oro y afectó la continuidad del patrón metálico. Se produjo una paulatina desaparición de monedas y una crisis de liquidez. Ante ello, muchos bancos suspendieron sus créditos. En agosto de 1914, el Gobierno ordenó la suspensión del patrón oro y autorizó la validez de billetes bancarios inconvertibles. Simultáneamente, se creó la Junta de Vigilancia de Cheques Circulares, encargada de firmar los cheques al portador que los bancos emitían y mantener en custodia el efectivo y los valores que garantizaban las emisiones.

Los compromisos del Gobierno para financiar grandes obras públicas y la crisis provocada por los desastres militares, fueron solucionados por la primera guerra mundial, que originó un aumento del precio de las exportaciones y se pudo pagar la deuda y poner al día la recaudación.

Durante el periodo 1914-1922, el sistema monetario se desarrolló en forma normal. Sin embargo, la Junta de Vigilancia carecía de facultades para implementar medidas de política monetaria. La carencia de regulación monetaria, hizo necesario crear un banco central. Las iniciativas al respecto fueron puestas a debate entre 1914 y 1920.

El 9 de marzo de 1922, se promulgó la Ley 4500 que crea el Banco de Reserva del Perú. En su creación se tomaron en cuenta varios aportes, entre ellos, las conclusiones de la Conferencia Financiera Internacional y del Congreso Financiero Panamericano realizados en 1920 y la forma cómo se organizó la Reserva Federal de los Estados Unidos, cuya fundación se remontaba al año 1913. Se disolvió la Junta de Vigilancia y se transfirió a la nueva entidad el oro y otros fondos que garantizaban a los cheques circulares, que serían canjeados por nuevos billetes. El 50 por ciento del capital autorizado del Banco se constituiría con aporte de los bancos comerciales, el resto del capital podría ser adquirido por el público, sin derecho a voto en el Directorio.

Cabe señalar que de los diez integrantes del Directorio, tres eran nombrados por el Gobierno, seis representaban a los bancos comerciales y una plaza estaba reservada en el caso de crearse una sucursal en el exterior. La legislación del Banco de Reserva dispuso que el Directorio se renueve anualmente por tercios.



JULIO VELARDE, PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
 DERECHA:
 LUIS MIGUEL CASTILLA, MINISTRO DE ECONOMÍA Y FINANZAS, Y JULIO VELARDE, PRESIDENTE DEL BCRP.

El primer Directorio, presidido por el jurista Eulogio Romero, comenzó a otorgar créditos de redescuento a los bancos y, en general, organizó las funciones propias de un banco central moderno: ejecutar operaciones monetarias y cambiarias, administrar sus cuentas en bancos del exterior y proveer de los nuevos billetes de la libra peruana. Esta entidad respondió a la necesidad de contar con un sistema monetario que no provoque inflación, como sucedió con los billetes fiscales; ni deflación, como la generada por la inflexibilidad del patrón oro.

Luego, en el contexto de la Gran Depresión en los años 30, cuando las dificultades para obtener crédito se hicieron evidentes, el Gobierno del Perú consideró oportuna una reforma monetaria que abarcara los ámbitos de supervisión bancaria y se complementara con reformas fiscales y tributarias. Así, el Banco de Reserva invitó a la misión económica del profesor Edwin Kemmerer, una de cuyas recomendaciones fue la transformación del Banco de Reserva al actual Banco Central de Reserva del Perú, que se llevó a cabo en 1931.

Desde 1922 han transcurrido 90 años, a lo largo de los cuales las acciones del instituto emisor se han realizado en diferentes contextos económicos y políticos. En ese lapso, gracias a la autonomía que el Banco fue consiguiendo y a las generaciones de técnicos que trabajaron y trabajan en él, se ha ido creciendo en institucionalidad.

Hasta 1973, la inflación promedio anual fue 10 por ciento. Desde 1974 creció y fue de 158 por ciento en 1985, año en que se creó el Inti. La hiperinflación de los años 1989 y 1990 originó la creación, en 1991, del Nuevo Sol. Desde 1991, la inflación se redujo gradual y sostenidamente y, en los últimos 11 años ha sido 2,5 por ciento, la más baja de las últimas décadas y la menor de América Latina. Su nivel es comparable al de las economías desarrolladas

La actual Carta Magna establece como única finalidad del Banco Central la de preservar la estabilidad monetaria. La historia nos enseña que para

que la estabilidad de la economía sea sostenible en el tiempo, el Banco debe centrar su acción en mantener el valor de la moneda y para ello debe tener autonomía para actuar técnicamente.

Si bien la Constitución de 1979 establecía la autonomía del Banco Central dentro del marco de la Ley, la Constitución de 1993 introdujo un cambio de gran importancia: precisó que el Banco Central es autónomo en el marco de su Ley Orgánica. Esto significó un avance para la autonomía del Banco, pues en el primer caso ésta podía ser más fácilmente vulnerada.

En los últimos años, el Banco tomó diversas medidas para responder a situaciones especialmente difíciles: la crisis financiera y económica global, la entrada y salida de capitales especulativos y la volatilidad del precio del dólar. La política monetaria ha atenuado los efectos negativos de los eventos mencionados sobre la economía, a lo que ha contribuido, entre otros factores, el respaldo que tiene nuestro país al contar con un nivel de Reservas Internacionales Netas de más de 55 mil millones de dólares.

A través de los años, el Banco ha fortalecido y consolidado su imagen como una organización con una solidez técnica de primer orden a nivel nacional e internacional, cuya credibilidad es una de las más altas entre todas las instituciones del país. Es satisfactorio saber que el Banco Central es considerado, según lo señala la consultora Ipsos Apoyo, como la institución que genera la mayor confianza entre los líderes de opinión, en los últimos seis años. Esa solidez institucional descansa en la renovación y preparación de sus cuadros técnicos que se refuerza desde 1961 con el inicio del Curso de Extensión en Economía y, desde el año 2008, con el Curso de Finanzas Avanzadas, cuyos alumnos más destacados ingresan a trabajar al Banco.

Agradezco a todos los asistentes a esta ceremonia por compartir con nosotros estos momentos tan significativos para nuestra institución. ■

Muchas gracias

La Creación del Banco de Reserva del Perú

CARLOS PEREYRA*

“[El desarrollo del Banco Central] depende necesariamente del medio favorable en que pueda actuar y desenvolverse. Si, como es de desear, el Supremo Gobierno mantiene sus propósitos de estricta economía y cumple severamente el presupuesto general de la República, haciendo innecesario todo nuevo empréstito para saldarlo; y si la situación europea se mantiene siquiera en el estado actual, librándose de una nueva crisis a la que no podríamos quedar extraños por la solidaridad indiscutible que existe entre los intereses económicos, nuestro país puede confiar tranquilo en la seguridad de que en el año en curso [el Banco Central] realizará en forma más amplia [sus] importantes fines [...]”

* Supervisor Senior en Economía Internacional del BCRP.
carlos.pereyra@bcrp.gob.pe

Se podría afirmar que las ideas que subyacen al texto anterior forman parte del marco de política promovido por los bancos centrales modernos. Son reconocibles inmediatamente el acento en la coordinación macroeconómica, la responsabilidad fiscal y la atención a las implicancias de las perturbaciones financieras internacionales sobre el sector real. En nuestro país, durante las últimas dos décadas, el énfasis en la disciplina monetaria y fiscal ha sentado las bases de un crecimiento alto, sostenido y equilibrado, al punto de que el Perú ha pasado a integrar el grupo de las llamadas economías emergentes, actualmente las más dinámicas del mundo. Sin embargo, a pesar de su aparente actualidad, la cita que inicia este artículo no es contemporánea: de esta manera el directorio del Banco de Reserva del Perú (BRP) cerraba su Memoria de 1922 —el primer informe anual de banca central publicado en nuestro país. Como curiosa coincidencia, menciona inclusive la necesidad de conservar una actitud vigilante ante la “situación europea” —no la grave crisis de deuda que actualmente afecta a la Eurozona, sino la secuela de incertidumbre global que había dejado la devastadora Primera Guerra Mundial (1914-1918). Sobre todo, resulta interesante que, después de largos periodos de predominio de políticas económicas expansivas, especialmente en las décadas de los años setenta y ochenta, el actual paradigma de prudencia macroeconómica sea en realidad un retorno a varios de los conceptos que animaban a nuestros primeros banqueros centrales hace 90 años.

Al mismo tiempo, las características del BRP diferían de las que son habituales en los bancos centrales de nuestros días. Tuvo una vida relativamente corta: creado en 1922, fue reemplazado por el actual Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) en 1931, a fin de perfeccionar su gobernabilidad, instrumentos y obje-

tivos. Sin embargo, al introducir la banca central en el Perú, la fundación y desarrollo del BRP trajo consigo un primer gran ordenamiento del sistema bancario peruano, siguiendo una corriente mundial de modernización financiera. Para comprender mejor las circunstancias y actores que determinaron su creación, así como sus características institucionales y el rol que le tocó cumplir en su época, conviene revisar los procesos políticos y económicos que comenzaron a tomar fuerza a partir de fines del siglo XIX.

ANTECEDENTES HISTÓRICOS

Los bancos

Si bien el primer gobierno de Andrés Bello Cáceres (1886-1890) sentó las bases de la Reconstrucción Nacional después de la Guerra del Pacífico, fue durante el gobierno de Nicolás de Piérola (1895-1899) que tuvo lugar un verdadero despegue económico, gracias a la formación de un consenso político que brindó estabilidad doméstica y fomentó las inversiones. También contribuyó a ello el programa de modernización del Estado y obras públicas iniciado por dicho gobierno. Las exportaciones agrícolas y mineras se aceleraron significativamente y consolidaron su posición hegemónica en la economía. En muchos casos, las utilidades de las exportaciones fueron orientadas a nuevas inversiones en la industria manufacturera, las cuales mejoraron la productividad y fortalecieron el mercado interno mediante la expansión del trabajo asalariado. Notablemente, este proceso estuvo acompañado por un fortalecimiento de la red bancaria, la cual impulsó el florecimiento de las actividades exportadoras, industriales y comerciales mediante la movilización de capital de inversión y trabajo. De esta época data el establecimiento de grandes bancos de capitales nativos y extranjeros, principalmente el Banco Italiano, hoy Banco de Crédito del Perú (1889); el Banco Popular del Perú (1889); el Banco del Perú y Londres (1897); el Banco Internacional del Perú (1897); y el Banco Alemán Transatlántico (1905). Por su importante contribución al desarrollo de los negocios, los bancos ocuparon un lugar central en la economía y, en la década de los años veinte, tuvieron una participación gravitante en la creación y desarrollo del BRP.

IMPACTO DE LA PRIMERA GUERRA MUNDIAL

Piérola reformó el sistema monetario mediante la instauración del patrón oro. En 1897, fue creada la libra peruana de oro (con ley y peso equivalentes a los de la libra esterlina inglesa), la cual se convirtió en el medio de pago del país para transacciones domésticas e internacionales. Las monedas de oro continuaron circulando hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial (1914), que ocasionó una fuerte crisis de confianza en los mercados financieros, un colapso de los precios de los *commodities* y de los volúmenes exportados, y un acaparamiento de oro a nivel

El billete bancario fue acogido *sin trastornos ni resistencia alguna dado el prestigio de su Directorio, hecho que podría calificarse como único en la historia del país*

global. El gobierno provisional del General Oscar R. Benavides (1914-1915) respondió al riesgo de una corrida bancaria, de una abrupta reducción del circulante y de una interrupción de las transacciones económicas decretando un feriado bancario, prohibiendo las exportaciones de oro e introduciendo los llamados “cheques circulares”. Éstos serían emitidos por los bancos comerciales, con un respaldo de oro e instrumentos financieros bajo la supervisión de una Junta de Vigilancia compuesta por representantes del Ejecutivo, el Congreso, los bancos y la Cámara de Comercio de Lima. Los cheques circulares eventualmente lograron un razonable grado de aceptación por parte del público, superando la mala reputación ganada por el papel moneda en el siglo XIX. Si bien originalmente se estableció que seis meses después de finalizado el conflicto el gobierno canjearía los cheques circulares por su equivalente en oro, en realidad continuó prorrogando su carácter inconvertible, con lo cual la moneda de oro prácticamente desapareció de la circulación y el régimen del papel moneda se instaló definitivamente en el país. Esta suerte de caja de convertibilidad era el régimen monetario que funcionaba en el Perú en el momento de la fundación del BRP, ocho años después.

La experiencia peruana durante la Primera Guerra Mundial también produjo otros antecedentes, los cuales posteriormente resultarían importantes en el debate nacional que antecedió a la creación del BRP. Se puede decir que la Junta de Vigilancia, aunque originada por circunstancias fortuitas, fue un paso importante hacia la instauración de una autoridad monetaria especializada en el país. Sus funciones, cuadros técnicos y local serían transferidos al flamante BRP en 1922. Asimismo, aunque el comercio internacional se recuperó gracias a la demanda de las potencias en conflicto (y la libra peruana se fortaleció al punto de cotizarse con un premio por encima de la libra esterlina), el choque inicial sobre las exportaciones, principal motor de la economía, redujo fuertemente los ingresos y la recaudación. Las duras medidas de austeridad con las que el gobierno respondió a la contracción de los recursos fiscales (las cuales incluyeron recortes de gastos y rebajas nominales de sueldos) dejaron en el público una clara conciencia de la vulnerabilidad de la economía ante los pánicos internacionales. La memoria de este episodio sería un importante elemento en el debate, algunos años después, sobre la conveniencia de establecer una autoridad monetaria con mayores poderes, inclusive el de limitar el impacto de los choques externos.

LA “PATRIA NUEVA” DE LEGUÍA

En esta época, dominada por una élite económica y conocida como la “República Aristocrática”, entra en la escena nacional Augusto B. Leguía, quien fue un personaje clave en la génesis del BRP. Luego de prosperar en la exportación de azúcar y en el rubro de los seguros, Leguía buscó afianzarse políticamente en

el seno del Partido Civilista, brazo político de la élite, como Ministro de Hacienda de Manuel Candamo (1903-1904) y Presidente del Consejo de Ministros en el primer gobierno de José Pardo y Barreda (1904-1907). Inmediatamente después, Leguía ganó las elecciones presidenciales de 1908 y gobernó hasta 1912. Durante este primer gobierno enfrentó un grave intento de golpe de estado y formó su propio grupo de adeptos. En malos términos con el civilismo y hostilizado por el gobierno de Guillermo Billinghurst (1912-14), partió al destierro y se dedicó a los negocios en Nueva York y en Londres. Retornó al Perú para tentar suerte en las elecciones presidenciales de 1919, aprovechando el desgaste político del civilismo, precipitado por los persistentes problemas limítrofes y la huelga por la jornada de ocho horas. En una rápida sucesión de acontecimientos, Leguía dio un golpe de estado “preventivo”, asumió el poder como presidente provisorio, disolvió el Congreso, organizó un plebiscito para introducir reformas constitucionales que lo ayudaran a afianzarse en el poder, y convocó a elecciones para elegir una Asamblea Nacional (la cual primero sancionó las reformas constitucionales y luego funcionó como Congreso). La “Patria Nueva” de Leguía, objeto de polémica hasta nuestros días, manejaba un discurso político orientado a los empresarios, profesionales, burócratas y estudiantes de la clase media y buscaba modernizar al país mediante un ambicioso programa de inversiones públicas, el cual debía ser financiado mediante una agresiva política de endeudamiento. Durante el Oncenio (1919-1930), la deuda externa habría de crecer de US\$12 millones a US\$124 millones, principalmente con la banca de Nueva York.

CREACIÓN DEL BANCO DE RESERVA

El debate nacional

El objetivo de Leguía era emprender un programa masivo de obras de infraestructura y mejoramiento de los servicios, inspirado en el modelo norteamericano, así como continuar el desarrollo urbanístico de Lima (iniciado a fines de la década de 1860, cuando el Presidente Balta la sacó de los confines de la ciudad antigua, derribando las murallas coloniales), en el marco de las celebraciones por el Centenario de la Independencia (1921) y del Centenario del Triunfo de Ayacucho (1924). En octubre de 1920, el Ministro de Hacienda, Fernando Fuchs, presentó al Congreso una propuesta para establecer un “Banco de la Nación”, con poderes para imprimir papel moneda y conceder créditos al gobierno y a los particulares. Fuchs sostenía que “*las necesidades comerciales de hoy exigen con imperio un circulante que se amolde a sus fluctuaciones*”. La nueva institución también debía canalizar, al financiamiento del gasto del gobierno, los capitales ociosos provenientes de la exportación y los recursos de la recaudación interna, en ese entonces entregada en concesión a empresas manejadas por los bancos privados. Como compensación por desplazarlos de

la lucrativa actividad de recaudación, Fuchs ofrecía a los bancos un útil servicio de redescuento (comprar valores en poder de los bancos por debajo de su valor nominal para darles liquidez inmediata, sobre todo en caso de urgencia). Como era previsible, el público en general, y los bancos en particular, reaccionaron con gran desconfianza ante el proyecto de crear una gran corporación financiera de emisión, recaudación y crédito, especialmente en manos de un gobierno ávido de financiamiento.

La propuesta fue retirada, pero en octubre de 1921 volvió a ser presentada al Congreso por el nuevo Ministro de Hacienda, Abraham Rodríguez Dulanto. Los bancos respondieron con un famoso memorial, dirigido al Presidente de la República, en el que reconocían la necesidad de crear un banco encargado de “*dar elasticidad al circulante*” para facilitar los negocios, pero expresaban su oposición a las facultades del nuevo banco de hacer préstamos directos al gobierno y de realizar operaciones de descuento y crédito directamente con los particulares, sin la debida garantía; así como a la gobernabilidad de su directorio, dominado por una mayoría del Ejecutivo.

En enero de 1922, el Ministro de Relaciones Exteriores encargado de la cartera de Hacienda, Alberto Salomón, envió al Congreso un proyecto de Ley para crear el BRP, el cual mereció consenso. En su forma definitiva, el BRP estaba orientado a centralizar y flexibilizar la emisión de billetes, otorgar a los bancos comerciales el redescuento de valores en su poder y, al concentrar las reservas, limitar el riesgo de fluctuaciones cambiarias abruptas y crisis bancarias causadas por choques externos. El Ejecutivo moderó sus aspiraciones de financiamiento y propuso un derecho preferente del gobierno en las utilidades. El debate en el Congreso concluyó en febrero de 1922 y el BRP fue creado por Ley 4500 del 9 de marzo del mismo año. Le fue asignado el local de la Junta de Vigilancia, en la calle de Núñez (segunda cuadra del actual jirón Miró Quesada); y hacia el final de la década pasó a ocupar el imponente local ubicado en la esquina de Villalta y Carrera (hoy esquina de los jirones Lampa y Ucayali), donde funciona en la actualidad el Museo del BCRP.

DIRECTORIO Y FUNCIONES DEL BRP

El primer directorio del BRP fue conformado por tres delegados del gobierno y seis de los bancos. El Ejecutivo nombró a Eulogio I. Romero (quien pasó a ser el primer Presidente del BRP), Eulogio Fernandini y William Wilson Cumberland. Romero había sido allegado a Leguía durante gran parte de su carrera política y también estaba ligado al Banco Italiano, del que era consultor jurídico; Fernandini era un dinámico empresario minero; y Cumberland había sido funcionario de comercio exterior en el Departamento de Estado norteamericano. Los dos bancos líderes del sistema, el Banco del Perú y Londres y el Banco Italiano, nombraron a Carlos M. Espinosa

y Juan Francisco Raffo. Los demás representantes de los bancos fueron Genaro Castro Iglesias, Ismael de Idiáquez, Walter Justus y Pedro Larrañaga. La creación del BRP fue parte de un creciente consenso internacional favorable a la instalación de bancos centrales, reflejado en la fundación del *Federal Reserve System* norteamericano (1913). En la región, México y Chile debatían por esos años la instalación de sus respectivas autoridades monetarias. Asimismo, delegados internacionales habían tenido la oportunidad de intercambiar ideas acerca del rol de los bancos centrales de emisión en el Congreso Financiero Panamericano (Washington, DC, setiembre de 1920) y la Conferencia Financiera Internacional (Bruselas, 24 de setiembre-8 de octubre de 1920).

La Ley 4500 definió al BRP como “*una institución de crédito*” con una duración de 25 años (prorrogable). Una diferencia evidente con el marco legal de los bancos centrales actuales es que no menciona explícitamente la intención de asegurar la “estabilidad monetaria” o “una “inflación baja y estable”. Sin embargo, al centralizar la emisión de billetes y las reservas que la respaldaban, la fundación del BRP fue un paso clave para el ordenamiento monetario del país. Asimismo, muchas de las funciones establecidas por la Ley 4500 estaban orientadas a facilitar las operaciones de los bancos, y creaban varios beneficios inherentes a la banca central moderna. Entre éstas destacan:

- Hacer operaciones de descuento y redescuento (de vales, giros y letras de cambio, provenientes de operaciones agrícolas, comerciales e industriales) con los bancos accionistas. Esto sirvió al objetivo de “dar elasticidad al circulante” y proporcionar una alternativa al financiamiento externo. El BRP atendió las necesidades extraordinarias de crédito creadas por los dos choques exógenos más importantes de la década de los veinte, las lluvias e inundaciones de 1925 y el *crash* de 1929, satisfaciendo la demanda de nuevos créditos y prorrogando los anteriores. Asimismo, la facilidad de conseguir en el BRP el efectivo que necesitaban hizo que los bancos no tuvieran que mantener un encaje mayor que el que la Ley exigía, promoviendo de esta manera la expansión del crédito y la reducción de la tasa de interés.
- Establecer los tipos de descuento para cada tipo de operación. El BRP cumplió una función de *benchmarking*, al favorecer de esta manera un descenso del tipo de descuento en el sistema bancario.
- Actuar como cámara de compensación (*clearinghouse*) entre los bancos accionistas. Una lectura de las Memorias anuales del BRP permite identificar también otros tipos de operaciones:
- Intervención cambiaria. Durante la “crisis del cambio”, iniciada en 1921, los precios internacionales de los *commodities* se desplomaron y la libra peruana descendió a la cotización más baja de su

historia. Dentro de sus primeras acciones, el BRP intervino en el mercado de moneda extranjera para estabilizarlo. En relación con esta función, el BRP también llevaba a cabo un seguimiento del tipo de cambio.

- Apoyo financiero al gobierno, exigiendo garantías. Por ejemplo, en 1926 el gobierno solicitó al BRP un financiamiento por 500 millas peruanas. En respuesta, el BRP ofreció descontar 300 mil libras peruanas en “obligaciones especiales” del Tesoro garantizadas con el impuesto al azúcar; y el gobierno se comprometía a cancelar esas obligaciones con un empréstito externo que estaba en negociación.

Con el fin de establecer al BRP como autoridad monetaria, se le confirió el privilegio exclusivo de emitir billetes bancarios, con los únicos propósitos de canjearlos a la par por los cheques circulares que estuvieran en circulación; atender las operaciones de redescuento y dar adelantos a los bancos accionistas; y monetizar depósitos que se constituyeran en libras peruanas de oro amonedado u oro físico. Para formar la reserva de la emisión, se le transfirió todo el oro amonedado y oro físico, créditos y valores en libras esterlinas, créditos y valores en dólares, hipotecas, bonos y obligaciones del gobierno peruano, y todos los demás activos que la Junta de Vigilancia y los bancos accionistas usaban como garantía de los cheques circulares. Como regla para determinar la base monetaria, se estableció que el BRP debía conservar: (i) libras peruanas de oro y oro en barras en la proporción de siete gramos y 323 miligramos de oro fino por cada libra peruana; y (ii) fondos efectivos en dólares en Nueva York y en libras esterlinas en Londres (estimados por su valor de cambio en oro en Lima, según la cotización del día) o en moneda de oro de libre exportación; y que el oro y los fondos en ningún caso debían ser menores al 50% del monto de los billetes bancarios en circulación. El público dio su respaldo a estas medidas. Como escribe Hampe (1995), el billete bancario fue acogido “*sin trastornos ni resistencia alguna dado el prestigio de su Directorio, hecho que podría calificarse como único en la historia del país*”.

CREACIÓN DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA

En 1929, tuvo lugar el *crash* de Wall Street, que trajo consigo serias perturbaciones fiscales y cambiarias, provocó la quiebra del importante Banco del Perú y Londres y precipitó la caída de Leguía. En 1931, arribó al Perú la célebre Misión Kemmerer, convocada por recomendación del entonces Presidente del BRP, Manuel Augusto Olaechea, y el mismo año se creó el BCRP en sustitución del BRP. La Misión recomendó cambiar la gobernabilidad de la autoridad monetaria para limitar el control por parte de los intereses bancarios, aumentar su capacidad de resistir presiones políticas y reforzar su función de mantener la



EULOGIO ROMERO.
PRIMER
PRESIDENTE DEL
BANCO DE RESERVA
DEL PERÚ
(1922-1930).

estabilidad de la moneda. Si bien es cierto que el BRP no disponía de todos los mecanismos institucionales que actualmente aseguran la transparencia del banco central, y la independencia del proceso de toma de decisiones no contaba con el apoyo técnico de los planteles especializados de la actualidad, nuestros primeros banqueros centrales hicieron un aporte fundamental al desarrollo de la banca moderna en el Perú y enfatizaron la necesidad de mantener la disciplina monetaria en un contexto político complejo. Sus decisiones al frente del BRP reflejaron el considerable profesionalismo acumulado por la banca hasta entonces y, luego de afrontar varias perturbaciones serias en las décadas anteriores, un aprecio por la estabilidad macroeconómica. El BCRP, como institución heredera del BRP, puede enorgullecerse de hacer suya otra sentencia de la Memoria de 1922: “*las esperanzas que en él se cifraron no quedarán defraudadas*”. ■

REFERENCIAS

- **Banco Central de Reserva del Perú.** El Banco Central: Su Historia y la Economía del Perú (Tomo I), Lima, 1999.
- **Banco de Reserva del Perú.** Memorias 1922-1930.
- **Bardella, Gianfranco.** Un Siglo en la Vida Económica del Perú (1889-1989), Banco de Crédito del Perú, Lima, 1989.
- **Basadre, Jorge.** Historia de la República del Perú, El Comercio, Lima, 2005.
- **Burga, Manuel y Alberto Flores Galindo.** Apogeo y Crisis de la República Aristocrática, Ediciones Rikchay Perú, Lima, 1980.
- **Contreras, Carlos y Marcos Cueto.** Historia del Perú Contemporáneo, Instituto de Estudios Peruanos, Lima, 2000.
- **Hampe, Teodoro.** El Banco Central de Reserva y la Economía Peruana (1922-1980), Banco Central de Reserva del Perú, Lima, 1995.
- **Klarén, Peter.** Nación y Sociedad en la Historia del Perú, Instituto de Estudios Peruanos, Lima, 2008.
- **Ministerio de Hacienda.** “Memoria que el Ministro de Hacienda y Comercio, Dr. A. M. Rodríguez Dulanto, presenta al Congreso Ordinario de 1922”, Imprenta Americana, Lima, 1923.
- **Quiroz, Alfonso.** Banqueros en Conflicto, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, Lima, 1989.

A algunas lecciones de la crisis financiera para EL DISEÑO DE política monetaria

PAUL CASTILLO*

En el periodo que antecedió a la crisis financiera global, un número creciente de bancos centrales, tanto en economías desarrolladas como emergentes, adoptaron esquemas de política monetaria, en donde el objetivo principal era mantener la estabilidad de precios.

* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP.

Dentro de ese marco de política, la estabilidad financiera se consideraba como un subproducto natural del éxito de la estabilidad macroeconómica y del adecuado funcionamiento de los mercados financieros, que garantizaban la provisión de liquidez y una correcta valuación y asignación de riesgos financieros. La regulación financiera, con un enfoque principalmente microprudencial, buscaba garantizar la solvencia individual de los participantes del mercado.

Incluso bancos centrales que no adoptaron explícitamente el tipo de esquemas mencionado, como la FED, bajo la dirección de Alan Greenspan, consideraban que la política monetaria no debería utilizarse activamente con el objetivo de prevenir el surgimiento de burbujas financieras debido a los potenciales riesgos que este tipo de acción podría generar¹. Las burbujas financieras son usualmente difíciles de identificar, y en el supuesto que un banco central sea exitoso en este proceso, se necesitarían cambios abruptos en la tasa de interés como para reducir el incentivo a invertir en activos con altas tasas de retorno, como ocurren en periodos de formación de burbujas financieras. Estos argumentos, sin embargo, han perdido eco a la luz de la reciente crisis financiera internacional.

LECCIONES DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Una de las lecciones más importantes de la reciente crisis financiera global ha sido la constatación de que la estabilidad macroeconómica alcanzada en los últimos años ha sido insuficiente para preservar la estabilidad financiera. La mayoría de economías desarrolladas que alcanzaron antes de 2007 niveles de inflación menores al 3 por ciento, al igual que una significativa moderación en la volatilidad de la actividad económica, han estado al centro de la reciente crisis financiera internacional. Tal como se observa en el cuadro 1, los países del G7, que han sido los más afectados por la crisis financiera global, fueron también aquellos que experimentaron una reducción importante en la volatilidad del PBI en el periodo 1984-2002 respecto al periodo 1960-1983.

Otra lección importante de la crisis financiera es la constatación de que en periodos de estrés en los mercados financieros, los mecanismos de transmisión de la política monetaria pueden afectarse severamente, haciendo que los cambios en la tasa de política monetaria (la tasa de interés de referencia) no se transmitan al resto de tasas de interés del sistema financiero. Un ejemplo de este tipo de eventos se observó luego de la quiebra de Lehman Brothers en setiembre 2008, en el mercado de dinero de los EE.UU., cuando el TED *spread*, indicador que mide la diferencia entre la tasa LIBOR y la tasa de los fondos federales, se elevó de 109 a 463 puntos bási-

CUADRO 1 Cambios en la volatilidad de la tasa de crecimiento anual del PBI por habitante en los G7

	A.-Desviación estándar 1960-1983	B.- Desviación estándar 1984-2002	B/A
Alemania	2,3	2,2	0,96
Canadá	1,8	1,4	0,78
Francia	2,5	1,5	0,60
Italia	3,0	1,3	0,43
Japón	3,7	2,2	0,59
Reino Unido	2,4	1,7	0,71
EE.UU.	2,7	1,7	0,63

FUENTE: HAS THE BUSINESS CYCLE CHANGED? EVIDENCE AND EXPLANATIONS, JAMES STOCK Y MARK WATSON (2003).

cos (pbs.) entre agosto y octubre de ese año, lo que generó un incremento en el costo de financiamiento de los bancos, a pesar de la reducción en la tasa de los fondos federales.

La crisis también mostró que en estos periodos, la dinámica de la economía puede ser tremendamente no lineal, y que la distribución de los choques que la afectan puede mostrar importantes riesgos de cola. En estos casos, la estrategia de política monetaria debe enfatizar, en mayor medida, el manejo de riesgos, tratando de reducir la probabilidad de ocurrencia de eventos extremos con un gran impacto negativo sobre la salud del sistema financiero y de la economía en general. De lo contrario, se incrementará la posibilidad de enfrentar el límite inferior de la tasa de interés y con ello un escenario de menor efectividad de la política monetaria.



La estabilidad macroeconómica alcanzada en los últimos años ha sido insuficiente para preservar la estabilidad financiera



¹ Greenspan, Alan (2002). "Opening Remarks," Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium Rethinking Stabilization Policy: 1-10.

Otra importante lección que nos deja la crisis financiera es que, en escenarios de crisis, la habilidad de la política monetaria para contener sus efectos negativos utilizando únicamente la tasa de interés se reduce y se hace necesaria una mayor intervención de los bancos centrales en los mercados de crédito y del uso de políticas monetarias no convencionales, políticas que de no revertirse de manera oportuna, pueden dañar la credibilidad de los bancos centrales a futuro. Asimismo, dada la naturaleza sistémica del impacto de este tipo de choques, los costos que generan a la economía son mayores que los normalmente observados en periodos recesivos.

En ese sentido, la visión que se tenía en las economías desarrolladas de un entorno de bajo riesgo para el accionar de la política monetaria, y de una elevada capacidad de los bancos centrales para contener el impacto negativo de choques en el sistema financiero utilizando como único instrumento de política monetaria, la tasa de interés de corto plazo, ha sido desdibujada por la crisis financiera global. Más aún, esta crisis financiera ha puesto de relieve la necesidad, en un entorno de mayor volatilidad y en el que la probabilidad de choques extremos es mayor, de reorientar el enfoque de la regulación financiera desde una perspectiva microeconómica hacia una macro-prudencial, cuyo objetivo fundamental sea el de preservar la estabilidad financiera y evitar la formación de riesgos sistémicos. En esta tarea, sin embargo, es importante que se delimite claramente los objetivos e instrumentos de la política macro-prudencial y se establezcan las áreas de mayor complementariedad con la política monetaria.

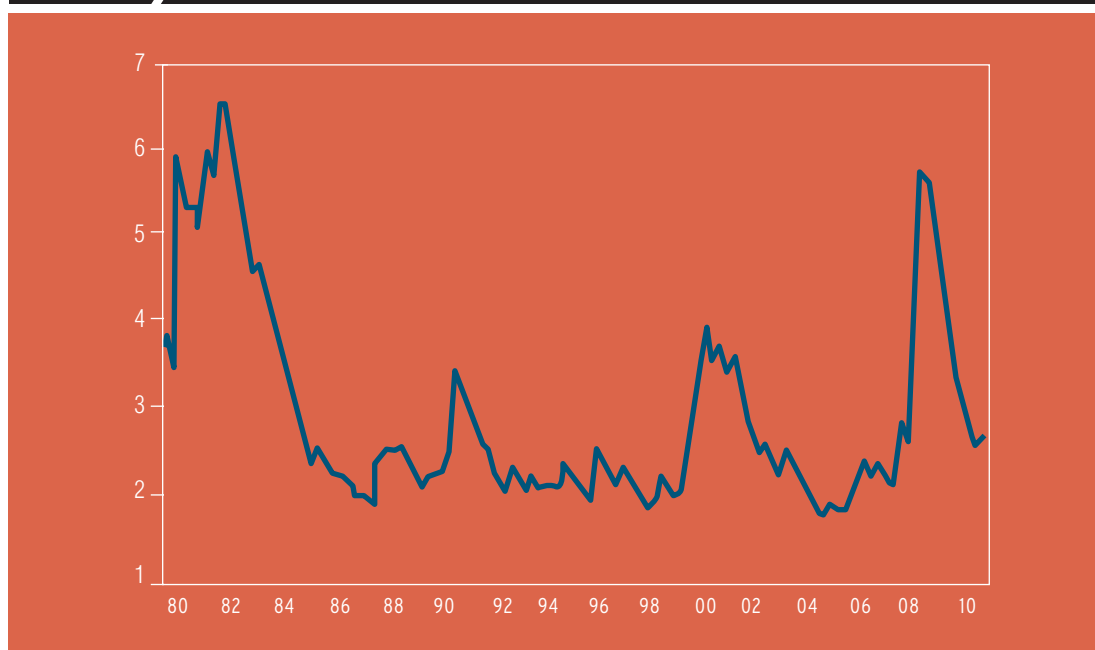
Es crucial que el marco actual de política monetaria se mantenga basado en la independencia del

Banco Central para la implementación de su política monetaria y en la asignación de un objetivo único, el de la estabilidad de precios. La credibilidad de aquellos bancos centrales que implementan su política monetaria mediante esquemas de metas explícitas de inflación ha sido fundamental para mantener ancladas las expectativas de inflación y garantizar un adecuado control de la inflación, aún en periodos de fuertes incrementos en los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles. Esta credibilidad también ha sido fundamental para la efectividad de las políticas de estímulo monetario al momento de hacer frente a los embates de la crisis financiera internacional.

La experiencia reciente de algunas economías emergentes puede ser ilustrativa respecto a cómo la política monetaria y los bancos centrales pueden incorporar, en sus estrategias de política monetaria, una mayor preocupación por la estabilidad financiera. A diferencia de las economías desarrolladas, la mayoría de economías emergentes no emprendieron procesos de desregulación de sus mercados financieros tan agresivos como los observados en economías desarrolladas, tampoco han reservado el accionar de su política monetaria a un único instrumento. De hecho, un grupo importante de bancos centrales de economías en desarrollo, además de la tasas de interés, mantiene a su disposición una serie de instrumentos, los cuales tienen por objetivo aminorar el surgimiento de riesgos sistémicos en el sistema financiero y que, en la práctica, han actuado como instrumentos de carácter macro-prudencial.

En América Latina, varios bancos centrales han utilizado instrumentos como los encajes, los límites

GRÁFICO 1 ■ Volatilidad de la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PBI de EE. UU. (en porcentajes)



a las posiciones de cambio, y los requerimientos de liquidez, de manera cíclica, para enfrentar los potenciales desequilibrios que pueden generar una masiva entrada de capitales de corto plazo. Muchos de estos instrumentos que han estado vigentes antes del surgimiento de la crisis financiera global 2007-2009, se crearon a fines de los 90s luego de la experiencia de la crisis asiática de 1997 y rusa de 1998.

Una posible explicación para el mayor énfasis que las economías menos desarrolladas han puesto en otros instrumentos de política orientados a mitigar riesgos en el sistema financiero es la diferencia en los entornos en los que los bancos centrales han tenido que operar. En el caso de las economías menos desarrolladas, éstas han enfrentado mucha mayor incertidumbre, con recurrentes episodios de crisis financieras y en donde la falta de desarrollo de los mercados financieros locales, incrementaba los riesgos asociados a salidas abruptas de capital, depreciaciones inesperadas del tipo de cambio y caídas importantes en los términos de intercambio.

RETOS PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS

Como mencionamos anteriormente, una de las principales lecciones que nos deja la crisis financiera internacional es la necesidad de contar con políticas orientadas a reducir la probabilidad del surgimiento de riesgos sistémicos que atenten contra la estabilidad financiera. Ello requiere no sólo de un marco institucional adecuado que establezca claramente los objetivos y los instrumentos que gobierne el proceso de macro-regulación financiera, sino también una clara delimitación de los límites de la política monetaria y la política macro-regulatoria.

La experiencia de algunas economías en las que los bancos centrales han implementado políticas y han hecho uso de instrumentos del tipo macro-prudencial nos muestra que esto se puede lograr manteniendo los pilares de la política monetaria actual, esto es, la independencia de los bancos centrales y el objetivo único de estabilidad monetaria. Estos dos pilares son fundamentales para mantener ancladas las expectativas de inflación, y con ello, incrementar la efectividad de la política monetaria en el control de la inflación.

Dadas las diversas fuentes potenciales de riesgo sistémico, las políticas macro-prudenciales, requieren contar con un conjunto más amplio de instrumentos que los asignados a la política monetaria. Estos instrumentos deben tener como objetivo común reducir el incentivo de los participantes en los mercados financieros a tomar riesgos excesivos, y fortalecer al sistema financiero frente a la ocurrencia de eventos poco probables, pero de gran impacto negativo en

la estabilidad financiera. Algunos bancos centrales, sobre todo en economías emergentes, han venido utilizando instrumentos tales como los requerimientos de capital y de provisiones contra-cíclicas, los requerimientos adicionales de liquidez y los límites al endeudamiento para cumplir con estos objetivos.

La aplicación de este tipo de instrumentos representa un reto importante para las autoridades económicas debido a que imponen costos a la eficiencia en la intermediación financiera, que sin embargo son de segundo orden de importancia frente al potencial beneficio de contribuir a mantener la estabilidad financiera. Estos costos pueden minimizarse si es que se aplica la combinación apropiada de estos instrumentos y no se asigna todo el peso de la regulación macro-prudencial a un número reducido de instrumentos. Para lograr este objetivo es fundamental, no solo un adecuado flujo de información desde las autoridades de regulación y supervisión financiera hacia los encargados de ejecutar la política macro-prudencial, sino también un adecuado nivel de coordinación entre el banco central, las entidades encargadas de regular el sistema financiero y el mercado de capitales, y el gobierno. En algunas economías desarrolladas y emergentes, se han venido tomando pasos en esta dirección con la creación de los consejos de estabilidad financiera².

Sin embargo, todavía quedan muchos retos a futuro. Así, se deben definir apropiadamente no solo los límites de la política monetaria y la política macro-regulatoria, sino también los espacios en donde la política monetaria y de la política macro-regulatoria tienen mayor potencial de complementariedad. ■

REFERENCIAS

- BIS, 2010, "The Future of Central Banking under Post-crisis Mandates", Ninth BIS Annual Conference.
- Goodhart, C.A.E., 2005, "The Future of Central Banking", Financial Markets Group, London School of Economics, Special Paper N° 162.
- Goodhart, C.A.E., 2008, "The Changing Role of Central Banks", Financial Markets Group, London School of Economics. Published in BIS WP 326.
- Greenspan, A., (2002). "Opening Remarks," Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium Rethinking Stabilization Policy: 1-10.
- Mishkin, F., 2011, "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis" NBER working paper N° 16755.
- Stock, J. y Watson M., 2003, "Has the Business Cycle Changed?", Woodrow Wilson School and Department of Economics, Princeton University and the National Bureau of Economic Research.
- Svensson, L., 2010, "Inflation Targeting and Financial Stability", Policy lecture at the CEPR/ESI 14th Annual Conference on "How has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis", hosted by the Bank of Turkey.

² En Latinoamérica, Brasil, México, Chile y Uruguay han avanzado en el establecimiento de Comités Macro-prudenciales. Así, en enero de 2006 Brasil creó el Comité de Regulación y Fiscalización de los Mercados Financieros, de Capitales, de Seguros, del sistema Previsional y de Capitalización (COREMEC); en julio de 2010, México estableció el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero; en abril de 2011, se propuso en Chile la formación del Consejo de Estabilidad Financiera; y en junio de 2011, Uruguay creó el Comité de Estabilidad Financiera (CEF).

La comunicación del objetivo inflacionario de los Bancos Centrales: UNA REVISIÓN DE CASOS

CÉSAR CARRERA*

Se clasifica los bancos centrales de acuerdo a la forma en que comunican su objetivo de inflación. Los bancos centrales que siguen el esquema de metas explícitas de inflación son más transparentes en la comunicación de sus objetivos inflacionarios.

* Especialista en Investigación Económica del BCRP y profesor de Centrum Católica.
cesar.carrera@bcrp.gob.pe o cesar.carrera@pucp.edu.pe

En general, un banco central tiene el objetivo de estabilidad de precios o estabilidad monetaria. Aquellos bancos que siguen un esquema de metas de inflación deben comunicar, de manera clara y transparente, su compromiso de alcanzar un nivel de inflación objetivo en el mediano y/o largo plazo. Sin embargo, hay un análisis escaso sobre cómo los bancos centrales que no tienen un esquema de metas explícitas comunican sus objetivos inflacionarios.

¿Cuán transparente son los bancos centrales en comunicar sus objetivos? Una revisión de las páginas web de varios bancos centrales revela diversos grados de transparencia en la comunicación de sus objetivos inflacionarios.

Como se esperaba, los bancos centrales más transparentes en cuanto a comunicación de la meta son los que adoptaron el esquema de metas explícitas de inflación (ver primer panel del Cuadro 1)¹.

Dentro de los bancos centrales que no pertenecen al grupo que adoptó el esquema de metas, hay un grupo que anuncia alguna meta de inflación (ver segundo panel del Cuadro 1) y otro grupo que sólo proyecta una inflación futura (sin generar ningún tipo de compromiso). En las siguientes secciones, se dan mayores detalles de cada uno de estos criterios.

BANCOS CENTRALES QUE SIGUEN EL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

En la actualidad, los anuncios de la meta de inflación para este grupo de bancos centrales refieren



Los bancos centrales más transparentes son los que adoptaron el esquema de metas explícitas de inflación



a un mediano o largo plazo. La información con respecto al valor numérico de la meta de inflación se encuentra ampliamente disponible en la página web de cada banco central y/o en sus programas monetarios.

El primer país en empezar con este esquema fue Nueva Zelanda en 1992, seguido luego por países como Canadá y Reino Unido. El valor numérico de estas tasas de inflación no es fijo. De hecho, los países tienen mecanismos institucionales para modificar su meta numérica de inflación². Por ejemplo, a inicios del año 2000, el Banco de Brasil y el Banco de la República de Colombia empezaron con metas de inflación de 6,0 y 10,0 por ciento, respectivamente, las cuales se fueron reduciendo progresivamente hasta alcanzar 4,5 y 3,0 por ciento en 2011, respectivamente³. El Banco Central de Reserva del Perú cambió su meta sólo una vez (de 2,5 a 2,0 por ciento en 2007). En cuanto a los países desarrollados, en la última década, Nueva Zelanda y el Reino Unido cambiaron su meta en 2002 y 2003, respectivamente.

BANCOS CENTRALES QUE NO SIGUEN EL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

En esta categoría se encuentran los bancos centrales que anuncian una meta de inflación para los próximos 12 meses o un periodo mayor. Por lo general, estos bancos centrales publican el valor numérico de la inflación objetivo en sus programas monetarios. Cuando se realiza una búsqueda en las páginas web de las autoridades de política de estos países, se encuentra que si la meta de inflación no está anunciada en los programas monetarios, esta meta puede plasmarse en otras fuentes como los anuncios oficiales del gobierno central, las cartas de intención con el FMI y/o comunicaciones del banco central con la prensa.

Con respecto a los anuncios de inflación hechos en el programa monetario, se puede señalar los casos de los bancos centrales de Uruguay, Honduras, Costa Rica y de República Dominicana. El Banco Central de la India usa tres tipos de comunicaciones: *Annual Report*, *Monetary Policy Statement* y *Reserve Bank of India Bulletin*. Los bancos centrales de Indonesia, Rusia y Camboya usan el *Annual Report*, en tanto que los bancos centrales de Pakistán y de Kenia usan el *Monetary Policy Statement* para anunciar sus metas.

Algunos ejemplos de anuncios hechos por el gobierno central son los casos de China y Venezuela. Para encontrar la meta de inflación de China, sólo se necesita seguir las noticias de cada

¹ Ver Batini y Laxton (2007) para mayores detalles de las características que este esquema involucra.

² El cambio o la adopción misma de la meta numérica depende del contexto institucional de cada país, tópico que escapa al alcance de este artículo.

³ Otros bancos centrales con cambios en sus metas son el Banco Nacional de Rumania y los bancos centrales de Ghana y de Turquía.

CUADRO 1 ■ Inflación objetivo ^{1/}

País	Banco central	Inflación objetivo para el 2011 (%)
Que adoptó un esquema de metas explícitas		
Australia	Reserve Bank of Australia	2,5
Brasil	Banco Central do Brasil	4,5
Canadá	Bank of Canada	2,0
Chile	Banco Central de Chile	3,0
Colombia	Banco de la República de Colombia	3,0
Filipinas	Bangko Sentral ng Pilipinas	4,5
Ghana	Bank of Ghana	9,0
Guatemala	Banco de Guatemala	5,0
Hungría	Hungarian National Bank	3,0
Indonesia	Bank Indonesia	5,0
Islandia	Central Bank of Iceland	2,5
Israel	Bank of Israel	3,0
Japón	Bank of Japan	1,0
México	Banco de México	3,0
Noruega	Norges Bank	2,5
Nueva Zelandia	Reserve Bank of New Zealand	2,0
Perú	Banco Central de Reserva del Perú	2,0
Polonia	National Bank of Poland	2,5
Reino Unido	Bank of England	2,0
República Checa	Czech National Bank	3,0
República de Corea	Bank of Korea	3,0
Rumania	The National Bank of Romania	3,0
Sud Africa	South African Reserve Bank	4,5
Suecia	Sveriges Riksbank	2,0
Suiza	Swiss National Bank	2,0
Tailandia	Bank of Thailand	1,8
Turquía	Central Bank of the Republic of Turkey	5,5
Que no adoptó un esquema de metas explícitas		
Algeria	Bank of Algeria	3,5
Botswana	Bank of Botswana	4,0
China	People's Bank of China	4,0
Costa Rica	Banco Central de Costa Rica	5,0
Estados Unidos	Federal Reserve	2,0
Honduras	Banco Central de Honduras	7,0
India	Reserve Bank of India	5,5
Kenia	Central Bank of Kenya	5,0
Marruecos	Bank Al-Maghrib	2,0
Pakistán	State Bank of Pakistan	12,0
Paraguay	Banco Central de Paraguay	5,0
República Dominicana	Banco Central de la República Dominicana	5,5
Rusia	Central Bank of Russia	7,0
Singapur	Central Bank of Singapore	2,3
Uruguay	Banco Central de Uruguay	5,0
Unión Europea	European Central Bank	< 2,0
Venezuela	Banco Central de Venezuela	24,0

^{1/} MUESTRA: 44 BANCOS CENTRALES.
ELABORACIÓN: PROPIA, SOBRE LA BASE DE LA PÁGINA WEB DE CADA BANCO CENTRAL.

Autores como Ball y Sheridan (2004) consideran que la FED sigue un esquema de metas implícitas de inflación

año. En el caso de Venezuela, las fuentes son sus comunicaciones hechas en el BCVOZ Económico (para periodos previos al año 2000) y en el Acuerdo Anual de Políticas Económicas (que se presenta cada año en el Congreso).

Un caso especial es el de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED). Autores como Ball y Sheridan (2004) consideran que la FED sigue un esquema de metas implícitas de inflación (el banco central no anuncia una meta de inflación, pero es posible identificar cuál es la meta que sigue). Sneddon y Romano (2009) estiman el valor de dicha meta en 2 por ciento anual.

Otro caso especial es el del Banco Central Europeo. Esta entidad anuncia su objetivo inflacionario de mediano plazo (menos de 2 por ciento) pero las políticas que sigue para alcanzar dicho propósito difieren de las que el esquema de metas explícitas de inflación implican⁴.

Cabe señalar que, en esta revisión, se encontró un grupo de bancos centrales que evitan el compromiso de una meta y simplemente proyectan la inflación del año en curso o la del próximo año. En tal sentido, los reportes de inflación y/o información disponible en la página web sólo mencionan la estabilidad de precios como el objetivo principal del banco central⁵.

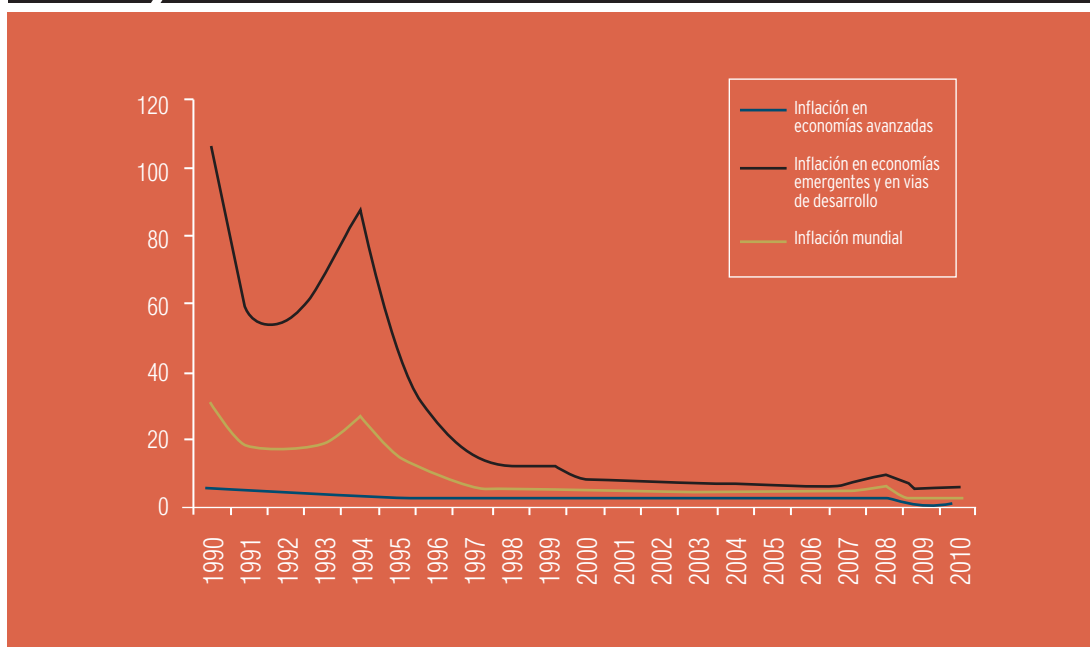
PUNTOS DE DISCUSIÓN

Los anuncios de las metas de inflación son el resultado de las diferentes estrategias y arreglos

⁴ Ver el discurso de E. Domingo, ex-consejero del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, en: http://www.ecb.int/press/key/date/2000/html/sp001201_1.en.html para mayores detalles.

⁵ El alto grado de dolarización de El Salvador y Nicaragua, por ejemplo, restringe la efectividad de su política monetaria en lo que respecta a inflación. Por ello, los bancos centrales de estos países sólo proyectan la inflación del siguiente año.

GRÁFICO 1 ■ Tasas de Inflación en el Mundo (en porcentajes)



NOTA: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DEL INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (IFS) - FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.

institucionales que tienen los bancos centrales. En esta revisión de casos se encontró que los bancos centrales que siguen metas explícitas de inflación son más transparentes en sus anuncios de metas. Sin embargo, otros también tienen anuncios de metas inflacionarias y la forma de los anuncios de dichas metas difieren entre cada institución.

Un hecho relacionado con los anuncios de las metas es la transición de los bancos centrales hacia el esquema de metas explícitas. Hay un grupo de países que empezaron con el anuncio de una meta para el año hasta que consideraron que las condiciones eran las adecuadas para luego adoptar un esquema de metas explícitas de inflación. Este es el caso de, por ejemplo, Perú y Turquía⁶.

En los casi 20 años de experiencia mundial con el esquema de metas explícitas de inflación, hasta ahora no existen casos de bancos centrales que hayan pasado de un esquema de metas explícitas a otro esquema de política monetaria (salvo los países que se unieron a la Unión Monetaria Europea, como España). Tanto Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007) como Walsh (2009) reportan que no existen casos de bancos centrales que hayan abandonado el esquema de metas explícitas de inflación.

Otro tema interesante para la discusión es la posible relación entre el descenso de la inflación y el ingreso de más bancos centrales al esquema de

metas explícitas⁷. Dos hechos que pueden señalarse al respecto son: (i) la inflación a nivel mundial ha disminuido, especialmente en economías emergentes y en países en vías de desarrollo (ver Gráfico 1) y (ii) las economías emergentes y los países en vías de desarrollo son los que mayoritariamente ingresan en un esquema de metas de inflación a partir de 1997⁸. ■

REFERENCIAS

- Armas, A., Grippa, F., 2005. Targeting Inflation in a Dollarized Economy: The Peruvian Experience. RES Working Papers 4423, Inter-American Development Bank, Research Department.
- Ball, L., Sheridan, N., 2004. Does Inflation Targeting Matter? En The Inflation-Targeting Debate. Ben S. Bernanke y Michael Woodford (eds.). Chicago: National Bureau of Economic Research, 249 - 282.
- Batini, N., Laxton, D., 2007. Under What Conditions Can Inflation Targeting be Adopted? En: Monetary Policy under Inflation Targeting. F. S. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (eds.). Santiago: Banco Central de Chile, 467-506.
- Mishkin, F., Schmidt-Hebbel, K., 2007. Does Inflation Targeting Make a Difference? En Monetary Policy under Inflation Targeting. F. S. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (eds.). Santiago: Banco Central de Chile, 291-372.
- Sneddon, J., Romano, T., 2009. Inflation Targeting - Central Bank Practice Overseas. FRB of Boston Public Policy Brief No. 08-1.
- Walsh C., 2009. Inflation Targeting: What have we Learned? International Finance, Wiley Blackwell, vol. 12(2), 195 - 233.

⁶ Ver Armas y Grippa (2005) para mayores detalles del caso peruano.

⁷ Ver Ball y Sheridan (2004) y Walsh (2009) para mayores detalles de los efectos de la adopción de metas explícitas sobre la inflación.

⁸ Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007) y Walsh (2009) reportan este segundo hecho. En Walsh (2009, página 198) se presenta un gráfico con la evolución del número de bancos centrales bajo el esquema de metas de inflación discriminado por países desarrollados y no desarrollados.

I ntermediación financiera y MACROECONOMÍA

HUGO VEGA* Y MARCO VEGA**

El rol de la intermediación financiera en la macroeconomía es clave para entender las razones por las que las recesiones pueden ser tan agudas y prolongadas.

Este artículo revisa la teoría de las fricciones financieras inherentes a la intermediación financiera y los mecanismos por los cuales la actividad económica real puede ser afectada.

* Especialista en Investigación Económica del BCRP.
hugo.vega@bcrp.gob.pe

** Subgerente de Investigación Económica del BCRP.
marco.vega@bcrp.gob.pe

Los modelos macroeconómicos utilizados por los bancos centrales para hacer análisis de política monetaria se sustentan metodológicamente en la teoría de los ciclos económicos reales aparecidos en los 70.

Alrededor de la última década, el uso de estos modelos cobró impulso en los bancos centrales. Su adopción por parte de las autoridades monetarias requirió la incorporación de rigideces nominales que permitieran una caracterización de la economía más fiel a los datos y un papel para la política monetaria. El resultado es el modelo neo-keynesiano que se ha convertido en un referente principal en el análisis de política monetaria¹.

Sin embargo, el modelo neo-keynesiano, al igual que sus predecesores, no vincula el sistema financiero con las variables reales de la economía. Se dice que en estos modelos, el sistema financiero es un velo ya que se cumplen las condiciones para que opere el teorema de Modigliani-Miller. De acuerdo a este teorema, no importa si el capital de las firmas se levanta con emisión de acciones o de deuda. Otra característica de estos modelos es que asumen la existencia de mercados completos. Esto quiere decir que existen infinitas formas de cobertura de riesgos ante todos los infinitos posibles eventos que puedan ocurrir.

Si la intermediación financiera es ignorada, es imposible analizar el impacto macroeconómico de los estados de balance de las empresas, de las restricciones crediticias, de los requerimientos de colateral y de otros factores inherentes a la intermediación financiera. La preocupación de estos efectos sobre la macroeconomía no es reciente. Ya hace más de 30 años, los economistas empezaron a teorizar sobre aspectos de la intermediación financiera como las asimetrías de información entre prestamistas y prestatarios². Es decir, en un contexto donde los prestamistas no tienen información perfecta sobre los clientes al momento de realizar el préstamo, ¿cuál debería ser el contrato entre prestamista y prestatario para optimizar la transacción?

Por mucho tiempo, el análisis de las relaciones entre prestamistas (bancos) y prestatarios (empresas) se mantuvo a nivel microeconómico. Fue durante la década de los 90 que los macroeconomistas empezaron a analizar modelos con mercados financieros donde no se cumplía el teorema de Modigliani-Miller.

Así, aparecieron los famosos artículos de Kiyotaki y Moore (1997) y de Bernanke, Gertler y Gilchrist (1999) que señalaban la importancia de las fricciones inherentes a la intermediación financiera para exacerbar los efectos de las recesiones y el rol de las políticas macroeconómicas para mitigar dichas situaciones.

Esta literatura demostraba que la intermediación financiera era un canal adicional de fluctuaciones macroeconómicas reales que podía prolongar las recesiones y explicar la relación entre los precios de activos y la actividad económica.

Durante los 90, muchas economías emergentes enfrentaron crisis financieras y sufrieron fuertes fluctuaciones de actividad económica que fueron luego estudiadas a la luz de estas teorías de fricciones financieras en macroeconomía. Incluso, la prolongada recesión de la economía japonesa podía acoplarse mejor a dicha teoría.

En general, los avances en la teoría de las fricciones financieras pueden dividirse en dos grandes categorías: aquella que se refiere a los costos de intermediación y la que se concentra en el rol de las restricciones crediticias.

COSTOS DE INTERMEDIACIÓN

Los costos de intermediación aparecen de dos formas: en la relación entre un intermediario financiero y los prestatarios o en la relación entre el intermediario financiero y los depositantes.

Intermediarios financieros y prestatarios

Esta vertiente parte del problema que se genera cuando se intercambia un activo líquido (efectivo) por uno futuro (la promesa de repago): la relación prestamista – prestatario siempre está sujeta a la posibilidad de no pago.

La existencia de mora o la posibilidad de no pago es una fricción financiera relevante porque puede amplificar choques negativos a la economía: durante las recesiones, las tasas de mora aumentan.

Avanzando por esta línea, Townsend (1979) explora el efecto de la información asimétrica entre un prestamista y su prestatario: cuando un choque negativo a la rentabilidad del prestatario lo obliga a caer en mora, el prestamista (o intermediario financiero) se ve en la necesidad de incurrir en costos adicionales para recuperar y valorar los activos del primero. Esta literatura de “costos de verificación” (CSV por sus siglas en inglés) subrayó la importancia del patrimonio de los prestatarios en la determinación del costo de financiamiento por parte del intermediario. En un mundo con información asimétrica, prestar a un agente con patrimonio generoso implica una menor pérdida promedio en caso de no pago, reduciendo el riesgo de la operación y, por lo tanto, la tasa exigida³.

A fin de minimizar la probabilidad de no pago, los intermediarios financieros incurren en costos importantes de evaluación de sus clientes (antes de aprobarles un préstamo) y también de monitoreo de los mismos (después del desembolso). Estos últimos

¹ Una muestra de ello para Perú se detalla en Montoro y Florián (2009).

² Townsend (1979) es pionero en este análisis.

³ Carlstrom y Fuerst (1997) y Bernanke, Gertler y Gilchrist (1999) incorporan CSV a un modelo macroeconómico de equilibrio general con rigidez de precios.

son sumamente comunes en las microfinanzas⁴.

Los costos de evaluación y monitoreo constituyen un factor adicional en la determinación del diferencial de tasas de interés activas y pasivas y son también una fuente de choques a la misma.

Intermediarios financieros y depositantes

Las fricciones que aparecen en la relación entre el depositante y el intermediario financiero surgen a raíz del segundo reto que afronta la intermediación: el descalce de plazos. Este negocio financiero se lleva a cabo prestando a plazos largos los fondos que se obtuvieron mediante depósitos (que podrían ser reclamados en cualquier momento). La regulación financiera trata de mitigar el riesgo inherente en esta actividad a través de una serie de mecanismos que implican costos de intermediación.

La primera línea de defensa la constituyen los encajes. En muchos países, los intermediarios financieros que aceptan depósitos del público están obligados a mantener una fracción de los mismos en sus bóvedas como “reservas” en efectivo. La función de dichas reservas es asegurar que los intermediarios cuenten con la liquidez necesaria para afrontar los requerimientos de los depositantes en el curso normal de sus operaciones diarias.

Sin embargo, estas reservas constituyen un costo. Los intermediarios tienen que pagar intereses sobre todos los depósitos, pero sólo pueden colocar y recibir ingresos sobre una fracción de los mismos. Por lo tanto, tienen un impacto directo sobre el diferencial entre tasas de interés activas y pasivas⁵. En el Perú, el Banco Central de Reserva utiliza los requerimientos de encaje en moneda nacional y extranjera como instrumento de política monetaria no convencional para ayudar a regular la liquidez de la economía⁶.

Una segunda vertiente de regulación que implica costos de intermediación en esta categoría son los requerimientos de capital. Para el intermediario financiero, el fondeo a través de los depósitos generalmente es más barato que usar su propio patrimonio o capital (el costo de oportunidad de los fondos propios es mayor). Por lo tanto, le conviene apalancarse tanto como sea posible. Sin embargo, esta conducta implica riesgo para los depositantes cuyo único respaldo, en caso el intermediario quebrase, son los (nada líquidos) activos del mismo y el capital comprometido en la entidad financiera. Para el depositante, es importante que el capital sea de tamaño y calidad (liquidez) adecuados.

La regulación financiera obliga a los interme-

diarios a cumplir con determinados requerimientos de capital. Sin embargo, al igual que en el caso de los encajes, estos representan costos de intermediación que también se trasladan al diferencial entre tasas de interés activas y pasivas.

En general, todas las fricciones financieras que afectan los costos de intermediación afectan el diferencial entre tasas de interés activas y pasivas y, por lo tanto, tienen un efecto amplificador de los choques adversos que golpean a la economía. Por ejemplo, en una situación de estrés financiero, los costos de intermediación se incrementan porque los agentes económicos se vuelven sujetos de préstamo más riesgosos. De no mediar una intervención de política, este mecanismo podría empeorar la situación de estrés. Para mitigar esta situación, la autoridad monetaria puede relajar su posición de política monetaria mediante reducciones en la tasa de interés de política o reducciones en las tasas de encaje que se exige a los intermediarios financieros.

RESTRICCIONES CREDITICIAS

Las restricciones crediticias son también resultado de la naturaleza de la operación de préstamo: cuando un agente (intermediario financiero generalmente) le presta a otro bajo la promesa de recibir su dinero más intereses en el futuro, se genera una oportunidad clara para la aparición de riesgo moral, no pago, etc. La transacción conlleva necesariamente un riesgo. Dicho riesgo puede ser compensado mediante una mayor tasa de interés (como vimos en la sección anterior) o puede mitigarse mediante la presentación de colaterales y/o garantías en la forma de activos por parte del prestatario.

En un sentido amplio, los requerimientos de colateral son inherentes a la intermediación financiera:

- a) Un depositante (o un regulador actuando en nombre del depositante) “exige” al intermediario financiero que fondee parte de sus operaciones con capital propio (líquido) como condición para “prestarle” sus ahorros (el capital del intermediario actúa como una suerte de colateral)⁷.
- b) El intermediario financiero exige al prestatario garantías o colaterales, así como el compromiso de su propio patrimonio como condición a la aprobación/desembolso de un crédito⁸.
- c) Los préstamos de corto plazo entre intermediarios financieros, en muchos casos, también requieren de colaterales. Estos generalmente toman la forma de papeles del gobierno, del Banco Central u otros activos de menor liquidez

⁴ Cúrdia y Woodford (2009) incluyen recursos reales consumidos en la actividad de intermediación financiera como uno de los determinantes del *spread* bancario.

⁵ Cohen-Cole y Martínez García (2009) muestran el impacto de requerimientos de encaje y capital sobre el diferencial de tasas de interés.

⁶ León y Quispe (2010) detallan el funcionamiento de este instrumento de política monetaria en el Perú.

⁷ Gertler y Karadi (2009) presentan esta idea y muestran cómo una reducción en la calidad del capital del intermediario amplifica choques negativos.

⁸ Kiyotaki y Moore (1997) es el documento pionero en la incorporación de este tipo de restricción en un contexto de equilibrio general. Gerali y otros (2010) también usan una restricción de este tipo.

en situaciones especiales (préstamos, hipotecas) o no tan especiales (titulización)⁹.

- d) Finalmente, los créditos de regulación monetaria del Banco Central a los intermediarios generalmente requieren la presentación de colaterales por parte de estos últimos en la forma de papeles del gobierno o del mismo Banco Central. En el caso de la última crisis financiera, muchos bancos centrales aceptaron activos menos líquidos para estas operaciones (elementos de la cartera de los intermediarios)¹⁰.

Las restricciones crediticias o de colateral constituyen fricciones financieras que pueden amplificar o atenuar choques así como ser fuentes de choques también.

Hay dos elementos importantes en las restricciones crediticias o de colateral que son responsables de la amplificación o actúan como fuentes de choques en sí mismos:

El precio o valor del activo en garantía/colateral

Durante la fase contractiva del ciclo económico (que puede ser resultado de choques de productividad, política monetaria u otros), los precios de los activos tienden a caer. Esto implica que el valor de los colaterales desciende. Dada la restricción crediticia, esto supone un canal adicional a través del cual se contrae el crédito (el canal tradicional sería la tasa de interés), lo cual amplifica el impacto del choque inicial¹¹.

Por otro lado, el precio mismo del activo puede ser fuente de choques, particularmente cuando éste se desvía de sus fundamentos (la burbuja en el precio de las casas del mercado inmobiliario – y su posterior estallido – habría sido responsable de la debacle en el mercado *subprime* estadounidense, lo que desencadenó la crisis financiera reciente).

La relación préstamo a valor (*loan to value ratio*)

Es común que los prestamistas (intermediarios financieros, bancos centrales, etc.) exijan una determinada relación entre el valor del colateral y el monto desembolsado del préstamo (es decir, el valor del colateral no necesariamente cubre exactamente el monto prestado).

Durante la fase contractiva del ciclo, el ente regulador podría imponer requerimientos de capital más estrictos (altos). Evidentemente, este es un canal adicional que lleva a una contracción del crédito¹². Siguiendo un razonamiento similar, los intermediarios financieros exigen a sus clientes una relación préstamo a valor más baja en estas circunstancias.

Lo inverso también puede ocurrir: existe evidencia clara de que uno de los desencadenantes de la burbuja inmobiliaria estadounidense sería el relajamiento de la relación préstamo a valor, exigida a los

interesados en tomar una hipoteca. Por otro lado, para combatir la crisis financiera algunos bancos centrales aceptaron relaciones préstamo a valor más bajas, otorgando mayores créditos de regulación monetaria a los intermediarios financieros para combatir la recesión.

CONCLUSIONES

Las teorías de intermediación financiera y su interrelación con la macroeconomía están aún en proceso de evolución. Sin embargo, hay dos elementos en el que parece haber un consenso. Primero, la idea de un mecanismo de ampliación de choques, a través del efecto del precio de los activos sobre las restricciones de colateral de los deudores y el stock de capital/patrimonio de las empresas y/o bancos. Segundo, la importancia del diferencial de tasas de interés activas y pasivas y sus determinantes como mecanismo de amplificación de choques de política monetaria.

Dado el mecanismo descrito, la teoría está avanzando en la definición del rol de las políticas macroeconómicas para atenuar los choques financieros. Esta agenda de investigación macroeconómica está abierta y aún no hay consensos emergentes. Tal vez porque los hechos relacionados a la reciente crisis financiera global siguen nutriendo el análisis económico y su sistematización apropiada tardará quizás algunos años más. ■

REFERENCIAS

- Angeloni, I. y E. Faia (2009), "A Tale of Two Policies: Prudential Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks". Mimeo.
- Bernanke, B., Gertler, M. y S. Gilchrist (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", en J. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, North Holland, p. 1341-1393.
- Carlstrom, C. y T. Fuerst (1997), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations: A Computable General Equilibrium Analysis", *American Economic Review*, American Economic Association, 87(5), 893-910.
- Cohen-Cole, E. y E. Martínez-García (2008), "The Balance Sheet Channel", Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper No. QAU08-7.
- Cúrdia, V. y M. Woodford (2009), "Conventional and Unconventional Monetary Policy". Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 404, Noviembre.
- Gerali, A., Neri, S., Sessa, S. y F. Signoretti (2010), "Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area", Working Paper No. 740, Banca d'Italia, Enero.
- Gertler, M. y P. Karadi (2009), "A Model of Unconventional Monetary Policy". Mimeo, NYU, Abril.
- Hilberg, B. y J. Hollmayr (2011), "Asset Prices, Collateral and Unconventional Monetary Policy in a DSGE Model", ECB Working Paper No. 1373.
- Iacoviello, M. (2005), "House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review*, 95(3), 739-764.
- Kiyotaki, N. y J. Moore (1997), "Credit Cycles". *Journal of Political Economy*, vol 105, pp. 211-48.
- León, D. y Z. Quispe (2010), "El encaje como instrumento no convencional de política monetaria", revista Moneda, Banco Central de Reserva del Perú, 143, p. 8-16.
- Montoro, C. y D. Florián (2009), "Choques externos, intervenciones cambiarias y política monetaria: Un análisis a partir del modelo MEGA-D", revista Moneda, Banco Central de Reserva del Perú, 140, p. 36-40.
- Townsend, R.M. (1979), "Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification", *Journal of Economic Theory* 21:265-293.

⁹ Hilberg y Hollmayr (2011) modelan este mecanismo para capturar los efectos de las políticas QE (quantitative easing).

¹⁰ Esta idea también está presente en Hilberg y Hollmayr (2011).

¹¹ Iacoviello (2005) utiliza este mecanismo para amplificar choques de demanda.

¹² Este mecanismo se modela en Angeloni y Faia (2009) y en Gerali y otros (2010).

Régímenes cambiarior y desempeño MACROECONÓMICO

MARCO VEGA* Y ERICK LAHURA**

Cuarenta años de convivencia entre regímenes cambiarios fijos y flotantes permiten extraer algunas lecciones. La más importante es que los regímenes *per se* no son suficientes para evaluar el desempeño económico de los países. Lo importante es el marco general de política monetaria y fiscal compatible al régimen.

* Subgerente de Investigación Económica del BCRP.
marco.vega@bcrp.gob.pe

** Especialista en Investigación Económica del BCRP.
erick.lahura@bcrp.gob.pe

Este año se cumplen 41 años del colapso del régimen monetario mundial conocido como el sistema Bretton Woods, marcado por la aparición televisiva del presidente norteamericano Richard Nixon¹ en la que anunció el fin de la convertibilidad Dólar-Oro a US\$ 35 por onza. Con este acontecimiento se inició la era moderna de regímenes de tipos de cambio flotantes en el mundo, los mismos que fueron adoptados primero en los países más desarrollados. Así, con la caída de Bretton Woods se inicia una era donde los países tenían que escoger regímenes de tipo de cambio fijos o flotantes.

La introducción del euro en 1999 como moneda única para un grupo de países europeos (actualmente 17 países), considerada como un caso extremo de régimen cambiario fijo, compensó la tendencia mundial de adopción de regímenes cambiarios flexibles. Sin embargo, la actual crisis de deuda de Grecia y la probabilidad de que otros miembros de la zona Euro puedan tener problemas macroeconómicos similares sugieren reflexionar sobre el papel del régimen cambiario en el desempeño macroeconómico, especialmente porque una de las soluciones es que estos países en crisis abandonen el Euro y devalúen sus monedas. Así, una pregunta que surge es: ¿Importa el régimen cambiario que un país adopte para el desempeño económico?

Hace 22 años, el Perú fue el primer país económicamente grande de Latinoamérica que adoptó el régimen de tipo de cambio flotante en la década de los años 1990. Posteriormente, otros países latinoamericanos grandes como México, Colombia, Chile y Brasil tuvieron que abandonar sus esquemas de tipo de cambio fijo como consecuencia del estrés financiero exacerbado por sus propios regímenes cambiarios. En el caso del Perú, la adopción del régimen de tipo de cambio flotante fue parte de un plan integral de estabilización macroeconómica que buscaba reducir la hiperinflación y salir de la profunda recesión en la que se encontraba la economía a inicios de la década de los años 1990. Sin embargo, ¿fue la adopción de este esquema de flotación la mejor decisión para la economía peruana dadas las circunstancias experimentadas o pudo ser más exitosa la estabilización si se hubiera adoptado otro régimen cambiario?

Para dar respuesta a las dos preguntas planteadas, apelaremos a la teoría económica prevaleciente y, en particular, al concepto conocido como neutralidad nominal². Se dice que existe neutralidad nominal si la forma cómo se determina una variable nominal -como el tipo de cambio- no tiene efectos en la actividad económica real. Esta neutralidad nominal es más probable que aparezca en el equilibrio de largo plazo o estado estacionario, es decir, en una situación abstracta donde desaparece toda dinámica de corto plazo. Los macroeconomistas aproximan el valor

de estado estacionario de una variable a través de su valor promedio a lo largo de un intervalo de tiempo grande que contenga sub-periodos de expansión y recesión económicas.

En otras palabras, si existe neutralidad nominal entonces no debería existir relación alguna entre el régimen cambiario que un país elige y su desempeño económico. Para precisar esta conclusión, es importante dividir el análisis macroeconómico en dos, uno de corto plazo o coyuntural y otro de largo plazo.

En el corto plazo, es decir, en el dominio de las fluctuaciones económicas, existe consenso sobre la existencia de fricciones nominales o reales que rompen la neutralidad nominal. Así, las políticas monetaria y fiscal que controlan valores de instrumentos nominales cobra sentido y pueden ser usadas de manera anti-cíclica. También, en este ámbito, el régimen cambiario resulta relevante. En particular, el régimen de tipo de cambio fijo implica la desaparición de una política monetaria independiente; mientras que el régimen de tipo de cambio flotante deja margen de maniobra para la política monetaria. La reacción de la economía ante golpes adversos que recibe como una salida repentina de capitales foráneos dependerá del régimen cambiario.

En el largo plazo existe cierta evidencia, aunque no concluyente, sobre la existencia de neutralidad nominal. Si es así, el régimen cambiario no tendría importancia para el desempeño de largo plazo de una economía.

Uno de los primeros estudios que realizó una evaluación de regímenes cambiarios en relación a las fluctuaciones macroeconómicas fue Baxter y Stockman (1989), el que utilizó la experiencia de regímenes cambiarios fijos y flexibles de varios países, principalmente industrializados. La conclusión de dicho estudio fue que no existen diferencias sistemáticas en el comportamiento de las variables macroeconómicas bajo regímenes alternativos.

A partir del trabajo de Baxter y Stockman (1989), germinó una abundante literatura empírica que buscaba evaluar las ventajas y desventajas de los regímenes fijos vis a vis los flotantes en términos de desempeño económico. Esta rama de investigación económica se expandió en la medida que se aceleró el acopio de series temporales y de corte transversal sobre los tipos de régimen cambiario que adoptaban los países. Sin embargo, una dificultad empezó a emerger. La constatación de que los países no tenían regímenes cambiarios puros. Los países que fijaban su tipo de cambio operaban con bandas, o a través de mini-devaluaciones y, por tanto, sus tipos de cambio no eran en realidad fijos. Mientras tanto, los países con régimen de tipo de cambio flotante, ocasionalmente intervenían en el mercado cambiario y, por tanto, su flotación era sucia o administrada.

¹ Suceso conocido como "Nixon Shock".

² Llamada también "dicotomía clásica".

A continuación se han identificado algunas lecciones que se puede extraer luego de 41 años de convivencia de diversos regímenes cambiarios.

Lección 1: Un régimen de tipo de cambio fijo, por más compromiso legal o político vinculante que exista, siempre puede ser reversible. Esto quiere decir que pueden surgir situaciones donde se espera el colapso del régimen, y eso desde ya, se convierte en profecía auto-cumplida³. Un ejemplo de ello es el sistema monetario europeo el cual estableció un régimen de tipo de cambio fijo fuerte entre sus miembros. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que aún ésta puede estar en riesgo de colapsar.

Lección 2: Los colapsos de los regímenes cambiarios fijos se hacen a costa de sustancial pérdida de producto. Ese fue el caso de México en 1995 o Argentina en 2001, por ejemplo.

Lección 3: De acuerdo a la experiencia de países que han transitado de una inflación alta (dos o más dígitos por año) hacia una tasa de inflación baja, se conocen dos formas de estabilización a través de la fijación de un ancla nominal, estableciendo un tipo de cambio fijo o controlando la velocidad de crecimiento de un agregado monetario. En general, las anclas cambiarias generan una reducción más acelerada de la inflación que las anclas monetarias. Países como Ecuador o Argentina que pasaron por dicha transición, redujeron sus tasas de inflación a un dígito anual dentro de los dos o tres años siguientes a la adopción del régimen cambiario fijo. En cambio, el Perú que adoptó un régimen flotante y un ancla nominal, pasó por una lenta reducción de la inflación y sólo se llegó a una inflación de un dígito anual en 1997 (siete años después).

Lección 4: Los regímenes flotantes son más resistentes a los embates internacionales. La literatura empírica, principalmente, encuentra evidencia de que los regímenes cambiarios flotantes son los que pueden aislar mejor el efecto de los choques como los de términos de intercambio o situaciones de estrés financiero. Al respecto, Lahura y Vega (2012) realizan una evaluación detallada de cómo opera el tipo de cambio flexible para aislar choques externos.

Lección 5: En términos de evaluación empírica, un régimen cambiario no tiene por qué ser bueno o malo *per se*. La literatura existente es muestra de que en verdad un conjunto de factores ligados a la adopción de un régimen es lo relevante. Un régimen de tipo de cambio fijo como la junta de convertibilidad en Hong Kong, por ejemplo, es relativamente exitoso porque el país tiene instituciones desarrolladas y buenos fundamentos macroeconómicos.

Lección 6: Una economía emergente puede aspirar de manera paulatina a tener un régimen flotante más puro en la medida que sus instituciones⁴ y mer-

cados financieros se vayan desarrollando. En esta línea, Rogoff et al. (2003) concluyen que el valor de la flexibilidad cambiaria se incrementa con la madurez financiera y con un manejo macroeconómico consistente.

Las lecciones señaladas aquí son útiles para ensayar posibles respuestas a las preguntas planteadas en este artículo: (i) ¿Fue la adopción del esquema de flotación la mejor decisión que se pudo tomar en el Perú dadas las circunstancias experimentadas o pudo ser más exitosa la estabilización si se hubiera adoptado otro régimen cambiario?, (ii) En general, ¿importa el régimen cambiario que un país adopte para el desempeño económico?

La valoración de una respuesta para la primera pregunta depende de resolver el siguiente dilema. Por un lado, la adopción de un régimen flotante redujo lentamente la inflación, permitió que el Banco Central vaya ganando credibilidad e hizo posible capear los choques financieros de la segunda mitad de los años 1990 que previsiblemente hubieran sido peores con un régimen cambiario fijo. Por otro lado, la adopción de un régimen cambiario fijo hubiera significado, quizás, reducir más rápidamente la inflación pero no hubiera favorecido la credibilidad de la política monetaria y, lo más probable, es que se hubiese tenido que abandonar el régimen de tipo de cambio fijo como lo hicieron países relativamente similares al Perú en la segunda mitad de los años 1990.

Y finalmente, ¿importa el régimen cambiario que un país adopte para el desempeño económico? Aparentemente no, en la medida que lo que se debe evaluar no son los regímenes cambiarios *per se*, sino el conjunto de factores asociados a la adopción de uno u otro régimen. Lo transcendental, es el marco general de política monetaria y fiscal compatible al régimen cambiario. Lo que suceda con Grecia en los próximos días, semanas o meses quizás confirmará alguna de estas lecciones o nos dejará alguna adicional. ■

REFERENCIAS

- Baxter, M. y A. Stockman, 1989, "Business Cycles and the Exchange-rate Regime: Some International Evidence", *Journal of Monetary Economics*, 23 (3), 377-400.
- Krugman P., 1979, "A Model of Balance-of-payments crises", *Journal of Money, Credit, and Banking* 11, 311-25.
- Lahura E. y M., Vega, 2012, "Regímenes cambiarios y desempeño macroeconómico. Una evaluación de la literatura", documento de Trabajo por publicar, BCRP.
- Obstfeld M., 1986, "Rational and Self-fulfilling Balance-of-payments crises", *American Economic Review* 76 (1), 72-81.
- Rogoff, K.S., Husain, M.A., Mody, A., Brooks, R. y Oomes, N. 2003, "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", IMF Working paper, 03(243), 1-84.

³ La primera y segunda generación de modelos de crisis cambiaria, ejemplificadas en Krugman (1979) y Obstfeld (1986) respectivamente, atribuyen como germen de las crisis cambiarias a los excesivos déficits de gobierno.

⁴ Política fiscal, política monetaria, cultura de seguros, sistema financiero fuerte, entre otros.

R

remesas externas y Crecimiento Económico en el Perú*

NIKITA CÉSPEDES **

Las remesas externas que reciben los peruanos han mostrado una tendencia creciente durante los últimos 30 años. Estas transferencias se destinan hacia diversos usos, especialmente en la financiación de actividades productivas, lo que, a su vez, se reflejaría finalmente en un mayor nivel de actividad económica, como es el caso de varios países en desarrollo. Usando este argumento, se muestra que las remesas del exterior tienen una contribución importante en el crecimiento económico del Perú.

** Especialista en Investigación Económica del BCRP.
nikita.cespedes@bcrp.gob.pe

* Se agradece los comentarios de César Carrera y Alan Sánchez.

Las remesas internacionales se refieren a las transferencias monetarias que realiza un trabajador que labora en un país extranjero hacia su país de origen. Estas transferencias fluyen principalmente en relación al flujo migratorio, es decir, desde los países desarrollados hacia las naciones en desarrollo. La importancia de estos recursos para las economías en desarrollo es evidente, ya que en términos agregados representan la segunda fuente de ingresos de muchos de estos países, superando incluso al total del flujo de ingresos por concepto de ayuda internacional (Fajnzylber y López, 2007). Más importante aún es el fuerte crecimiento de estos recursos durante las últimas décadas. El Perú no ha estado ajeno a estas tendencias mundiales al ser un país básicamente exportador de capital humano y por lo tanto receptor neto de remesas: en 1990, primer año donde se registran las remesas, éstas representaban solo el 0,3% del PBI, mientras que para el año 2010 se registró un crecimiento significativo al representar el 1,9% del PBI (ver Gráfico 1). Para más detalles sobre las tendencias de las remesas durante la última década, así como sobre las características de estas trasferencias en el Perú, ver INEI (2010), CEMLA (2011) y Céspedes (2011).

REMESA PROMEDIO Y TENDENCIAS DURANTE LA DÉCADA

La tendencia agregada de las remesas ilustra la cada vez mayor importancia de estos recursos. Sin embargo, este flujo agregado está compuesto tanto por el número de personas que reciben remesas como por la remesa promedio. Consistente con los datos agregados, la remesa promedio también ha seguido una tendencia creciente durante la última

década (ver Gráfico 2). Para el año 2010, los hogares que reciben remesas, lo hacen en un monto equivalente a 215 dólares mensuales en promedio, según la Encuesta Nacional de Hogares (ENAHOG).

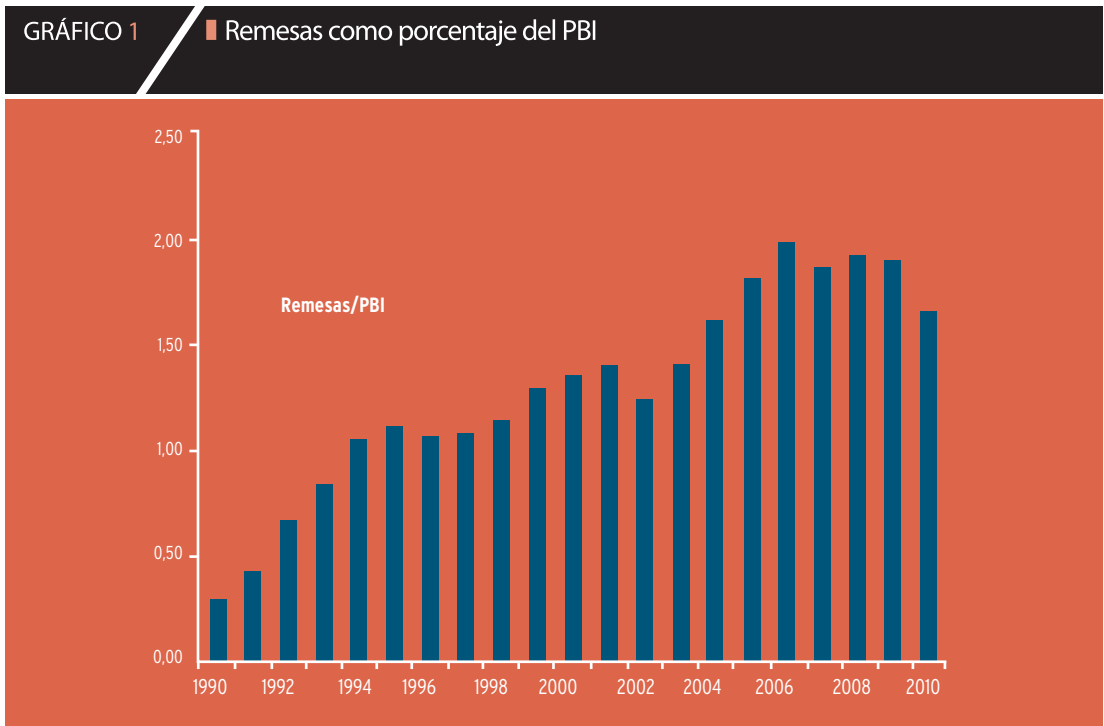
USO DE REMESAS EN HOGARES

Las remesas tienen diversos usos dependiendo en gran medida de las preferencias de aquellos responsables de la administración de estos recursos. La Encuesta Nacional de Hogares permite hacer un seguimiento de la propensión que tienen los hogares peruanos a usar las remesas en diversas actividades.

El Cuadro 1 muestra que, en promedio, el 76 por ciento de las remesas se destinan al consumo, mientras que aproximadamente el 20 por ciento a actividades relacionadas directamente con la inversión, entre ellas: el ahorro, los gastos en vivienda y los gastos en educación. Se considera que los gastos de inversión tienen efectos directos en la actividad productiva, mientras que los gastos por concepto de consumo afectan a la actividad económica de una manera indirecta, razón por la cual son difíciles de cuantificar. Eventualmente, los gastos de consumo repercuten en la actividad productiva mediante una presión de demanda; sin embargo, este asunto ha sido poco estudiado en el Perú y debería ser considerado como parte de la agenda de investigación.

CONTRIBUCIÓN EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Dada la importancia de estos recursos, se puede medir la contribución de las remesas en el crecimiento económico del Perú haciendo uso de un ejercicio de contabilidad del crecimiento, método



FUENTE: FMI, BCRP.

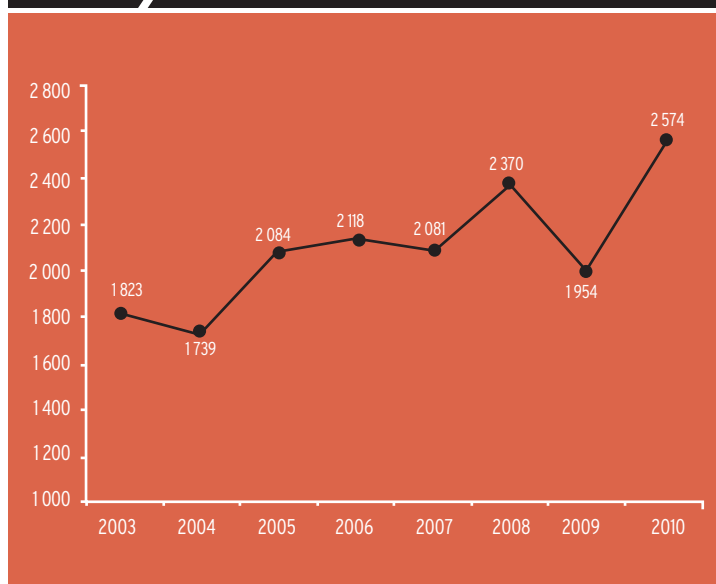
que se desarrolla mediante un procedimiento de dos etapas. En la primera, se mide la contribución de las remesas en la inversión agregada. Para esta etapa, se considera que una proporción de las remesas se utiliza con fines productivos (inversión). La inversión agregada, bajo este supuesto, se descompone en la inversión sin remesas y un componente de la inversión que se atribuye a las remesas, este último está representado como una proporción del flujo anual de las remesas al cual denotaremos como propensión a ahorrar remesas.

La etapa anterior permite calcular dos series de inversión, una con remesas y la otra, neta de remesas. Estas dos series se usan como insumo, conjuntamente con la tasa de depreciación del capital, para estimar dos series de capital utilizando el método de inventario perpetuo. Estas dos series de capital son el capital agregado con remesas y el capital agregado sin remesas.

En la segunda etapa, se implementa el método de contabilidad del crecimiento¹ utilizando cada una de las series de capital anteriormente estimados. Esta etapa permite estimar la contribución, tanto del capital con remesas como del capital sin remesas, en el crecimiento económico. Finalmente, la contribución de las remesas en el crecimiento económico se estima como la diferencia entre la contribución de capital con remesas a dicho crecimiento y la correspondiente contribución del capital sin remesas.

La aplicación de este método requiere la estimación previa de la propensión a ahorrar remesas, de la serie de remesas, así como de los parámetros de la función de producción. La sustentación de los valores seleccionados que justifican el desarrollo de este ejercicio se describe detalladamente en Céspedes (2011). Brevemente, la proporción a ahorrar remesas se estima utilizando información de las encuestas de

GRÁFICO 2 Remesa anual promedio (US\$)



FUENTE: ENAHO.

hogares, siendo la información relevante la proporción de las remesas que no se utiliza como consumo, como se mencionó anteriormente (ver Cuadro 1).

Considerando que el 20 por ciento de las remesas se ahorran, y tomando los parámetros usuales de la función de producción en el Perú,² se encuentra que las remesas contribuyen con 0,5 por ciento del crecimiento del producto entre los años 2000 y 2010. Al respecto, cabe señalar que en este período las remesas se incrementaron en 121 por ciento, mientras que la producción lo hizo en 71 por ciento, en términos reales y en soles.

La descomposición anterior depende, en gran medida, del parámetro que mide la disposición

CUADRO 1 Uso de remesas externas (en porcentajes)

	2007	2008	2009	2010	Promedio 2007-2010
Actividades productivas	21,9	19,3	23,3	17,3	20,4
Vivienda	5,4	4,2	3,3	2,5	3,9
Ahorros	3,3	4,2	3,3	3,3	3,5
Educación	13,2	10,9	16,7	11,4	13,0
Gastos del hogar	74,9	78,5	72,7	77,7	76,0
Otros usos	3,1	2,2	4,0	5,0	3,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: ENAHO 2007-2010.

NOTA: CONSIDERA A PERSONAS QUE RECIBEN REMESAS POSITIVAS.

¹ La contabilidad del crecimiento económico consiste en la descomposición de éste en componentes asociados con los factores de producción utilizados en el proceso productivo, a saber, capital, producto y productividad según el enfoque tradicional, que es el usado en este artículo. Ver Céspedes (2011) para una descripción detallada de esta metodología.

² Se considera una función de producción tipo Cobb Douglas (Ver Miller, 2003).

CUADRO 2 ■ Contribución de remesas en el crecimiento económico

	Crecimiento real		Contribución de remesas según propensión a ahorrar remesas					
	PBI	Remesas	0,1	0,2	0,3	0,5	0,8	1,0
1996 - 2000	14,4	24,2	0,5	0,9	1,4	2,3	3,6	4,6
2001 - 2005	23,9	68,4	0,3	0,5	0,8	1,4	2,2	2,8
2006 - 2010	38,2	31,3	0,3	0,5	0,8	1,3	2,1	2,6
2001 - 2010	71,3	121,1	0,3	0,5	0,8	1,3	2,2	2,7

NOTA: LA CONTRIBUCIÓN SE MIDE EN PORCENTAJES.

que tienen los hogares peruanos a usar las remesas para fines productivos. Se realiza un análisis de sensibilidad de este parámetro al permitir que este varíe entre 0,1 y 0,3, intervalo suficientemente amplio como para contener al verdadero intervalo de confianza de la propensión a ahorrar remesas con 2 errores estándar de este parámetro³. Con estos dos valores extremos, se estima que la contribución de las remesas al crecimiento económico varía entre 0,3 por ciento y 0,8 por ciento (ver Cuadro 2). Estos valores no difieren sustancialmente del valor promedio estimado, con lo cual concluimos que la contribución de las remesas en el crecimiento económico estaría en alrededor de 0,5 por ciento. Adicionalmente, se hace un análisis de sensibilidad para un intervalo más amplio de valores de la propensión a ahorrar remesas, y se calcula la contribución de las remesas por quinquenios y para valores extremos de este parámetro. El Cuadro 2 muestra los resultados de este ejercicio.

La pregunta relevante que se deriva de los resultados anteriores es si la contribución de las remesas al crecimiento económico es significativa en términos agregados. En este estudio, consideramos que este es el caso. Asimismo, las recomendaciones de política que se pueden desprender de este ejercicio podrían estar dirigidas hacia la mejora en los canales de transmisión de las remesas hacia el proceso productivo, entre los que podrían destacar el fomento de las remesas en proyectos de inversión que contribuyan directamente en el proceso productivo. No existe pues una receta óptima sobre el uso de estos recursos al ser privados.

Concluimos sosteniendo que las remesas tienen una contribución importante en el crecimiento económico. El flujo creciente de estos recursos contribuye de manera importante en el crecimiento

económico, y al ser estas remesas basadas en mecanismos de mercado, su sostenibilidad depende exclusivamente de la *performance* de las economías donde los remitentes se desempeñan. Sin embargo, se debe considerar que la metodología utilizada considera solo el efecto productivo de las remesas que actúa vía el canal de las inversiones; de este modo, un análisis más completo debería considerar, adicionalmente, los efectos de estas transferencias sobre la producción que actúan mediante otros canales distintos. Uno de estos canales que podría ser importante, es el canal de la demanda agregada, pues las remesas fomentan el consumo privado, lo que indirectamente induce una mayor producción.

En términos de la estructura propuesta, se trataría de la propensión a consumir remesas. Se debe, asimismo, considerar el efecto de las remesas que actúa mediante el mercado laboral, mayores remesas incrementan los ingresos de los hogares, los que podrían, potencialmente, sustituir otras fuentes de ingreso (laboral) utilizando estas transferencias (las remesas de este modo podrían inducir a trabajar menos horas).

REFERENCIAS

- CEMLA. 2011, "Programa de mejora de la información y procedimientos de los bancos centrales en el área de remesas". Perú.
- Céspedes, N., 2011, "Remesas, Desarrollo Económico y Bienestar en el Perú", Documento de trabajo 2011-020, Banco Central de Reserva del Perú.
- Fajnzylber, P., y López H., (Editores), 2007, Close to Home: the Development Impact of Remittances in Latin America, The World Bank.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2010, Perú: remesas y desarrollo, Lima.
- Miller, S., 2003, "Métodos alternativos para la estimación del PBI potencial: Una aplicación para el caso de Perú", Revista Estudios Económicos 10, BCRP.

³ La contribución máxima de las remesas en el crecimiento económico se daría cuando la propensión a ahorrar remesas es 1. En este caso, las remesas podrían contribuir hasta con el 2,7 por ciento del crecimiento del PBI en la década de 2000.

P

Principios para las infraestructuras de los MERCADOS FINANCIEROS

MILTON VEGA* Y ERIK DORICH**

Los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero (IMF)¹ introducen nuevos y más exigentes estándares internacionales para los mecanismos de pago, compensación y liquidación. Dichos Principios fueron publicados en marzo de 2011, con carácter de consulta a nivel mundial, por el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores. Estos nuevos estándares, que consisten de 24 Principios, han sido diseñados para que la infraestructura básica de los mercados financieros sea más sólida y esté mejor posicionada para hacer frente a posibles *shocks* financieros².

* Subgerente del Sistema de Pagos del BCRP.
sdsp@bcrp.gob.pe

** Especialista Senior del Sistema de Pagos del BCRP.
erik.dorich@bcrp.gob.pe

¹ http://www.bis.org/publ/cpss94_es.pdf.

² Se tiene prevista la redacción definitiva de los Principios para 2012.

INFRAESTRUCTURAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Las IMF se pueden definir como aquellos sistemas que tienen por objetivo el registro, compensación o liquidación de transferencias de fondos, valores, operaciones con derivados u otros productos financieros. Se reconoce cinco tipos de IMF: sistemas de pagos de importancia sistémica (SP), centrales depositarias de valores (CDV), sistemas de liquidación de valores (SLV), entidades de contrapartida central (ECC) y registros de operaciones (RO). En el Perú no existen la ECC ni el RO.

Sistema de pagos: es un conjunto de instrumentos, procedimientos y reglas para la transferencia de fondos entre dos o más participantes en el sistema. Los sistemas de pago pueden ser minoristas (como la Cámara de Compensación Electrónica) o de alto valor (como el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real del BCRP), que generalmente tramita órdenes de pago de monto elevado.

Central depositaria de valores: es una entidad que mantiene cuentas de valores que puede gestionar también un sistema de liquidación de valores. Una CDV mantiene valores en forma física, pero inmovilizados, o en forma desmaterializada (es decir, que sólo existen como registros electrónicos). Las actividades concretas de una CDV varían con arreglo a la jurisdicción y las prácticas del mercado. En muchos países, las CDV también gestionan un sistema de liquidación de valores, como es el caso de CAVALI ICLV.

Sistema de liquidación de valores: es una entidad que permite la transferencia y liquidación de valores mediante su anotación en cuenta con arreglo a un conjunto de reglas predeterminadas. Estos sistemas permiten la entrega contra pago, esto es, la entrega del valor tiene lugar si y sólo si se efectúa el pago.

Entidad de contrapartida central: es la que actúa como comprador para cada vendedor y como vendedor para cada comprador, para garantizar la ejecución de los contratos de transferencia de valores. En aquellos mercados en los que no existe una entidad de contrapartida central, un mecanismo de garantía puede brindar a los participantes en el mercado un cierto grado de protección frente a las pérdidas por los incumplimientos de las contrapartes. Como consecuencia de su potencial para reducir los riesgos que corren los participantes, las ECC también pueden lograr que disminuya el riesgo sistémico en los mercados en los que prestan servicios. La eficacia de los controles del riesgo de una ECC y la adecuación de sus recursos financieros revisten una importancia fundamental para lograr la disminución del riesgo.

Registro de operaciones: es una entidad que mantiene un registro electrónico centralizado de datos de operaciones. Los registros de operaciones aparecieron como un tipo nuevo de IMF y

recientemente han adquirido una importancia mayor, especialmente en el mercado de derivados negociados en mercados no organizados. Al centralizar la recopilación, el almacenamiento y la divulgación de los datos, un RO bien diseñado puede apoyar la transparencia de la información para las autoridades y el público en general, promoviendo de ese modo la estabilidad financiera y contribuyendo a la detección y prevención del abuso del mercado. Un sistema de pago, una central depositaria de valores o una entidad de contrapartida central también pueden desempeñar las funciones de un registro de operaciones, si la legislación aplicable lo permite, además de llevar a cabo sus propias funciones básicas.

El Gráfico 1 ilustra el rol central de las IMF, ya que los pagos y las inversiones en los mercados financieros se canalizan a través de una o más de las IMF. Asimismo, muestra las interrelaciones con sus participantes e indirectamente con los clientes de éstos y la existencia de conexiones entre sí.

RIESGOS QUE AFECTAN A LAS INFRAESTRUCTURAS

Riesgo sistémico: las IMF pueden estar expuestas al riesgo sistémico, ya que la incapacidad de uno o más participantes para cumplir con su obligación puede causar que otros participantes no puedan cumplir con las suyas. En esas circunstancias, es posible que la incapacidad de una IMF para completar una liquidación podría tener consecuencias perjudiciales para los mercados a los que presta servicios y para la economía en su conjunto. Las IMF pueden estar vinculadas las unas con las otras o depender entre ellas, pueden tener participantes comunes y cabe la posibilidad de que presten servicios a instituciones y mercados interrelacionados. Dichas interdependencias pueden ser origen de riesgo sistémico, ya que podrían implicar que las perturbaciones se trasladasen, rápida y ampliamente, por los mercados financieros.

Riesgo legal: surgiría de aplicar de manera imprevista una ley o un reglamento, teniendo como consecuencia una pérdida. En los contextos transfronterizos, así como en algunos contextos nacionales, cabe la posibilidad de que se apliquen distintos marcos legales a una sola operación, actividad o participante. Cuando así ocurre, una IMF y sus participantes pueden enfrentarse a pérdidas que son consecuencia de la aplicación inesperada de una ley, o de la aplicación de una ley distinta de la ley especificada en un contrato, por un tribunal de una jurisdicción pertinente.

Riesgo de crédito: es el que proviene cuando una contraparte no puede satisfacer plenamente sus obligaciones financieras en su oportunidad, o no lo pueda hacer en ningún momento en el futuro. Es posible que las IMF y sus participantes deban hacer frente al riesgo de coste de reposición

(relacionado con el riesgo previo a la liquidación) y al riesgo de principal (relacionado con el riesgo de liquidación). El riesgo de coste de reposición es el riesgo de perder ganancias no realizadas por operaciones no liquidadas. El riesgo de principal es el que una contraparte pierda el valor completo de una operación (por ejemplo, el riesgo que el vendedor de un activo financiero entregue el activo de manera irrecuperable, pero no perciba pago alguno).

Riesgo de liquidez: las IMF y sus participantes pueden estar expuestos al riesgo de liquidez, que es el que una contraparte no disponga de fondos suficientes para satisfacer sus obligaciones financieras en su oportunidad, aunque pueda hacerlo en el futuro. El riesgo de liquidez comprende el riesgo de que el vendedor de un activo no reciba el pago cuando corresponde, y es posible que el vendedor tenga que recurrir a un préstamo o a la liquidación de activos para completar otros pagos. Incluye, asimismo, el riesgo de que el comprador de un activo no reciba la entrega de éste cuando es debido y puede que el comprador tenga que tomar prestado el activo a fin de satisfacer su propia obligación de entrega. De ese modo, las dos partes actuantes en una operación financiera pueden encontrarse expuestas al riesgo de liquidez en la fecha de liquidación.

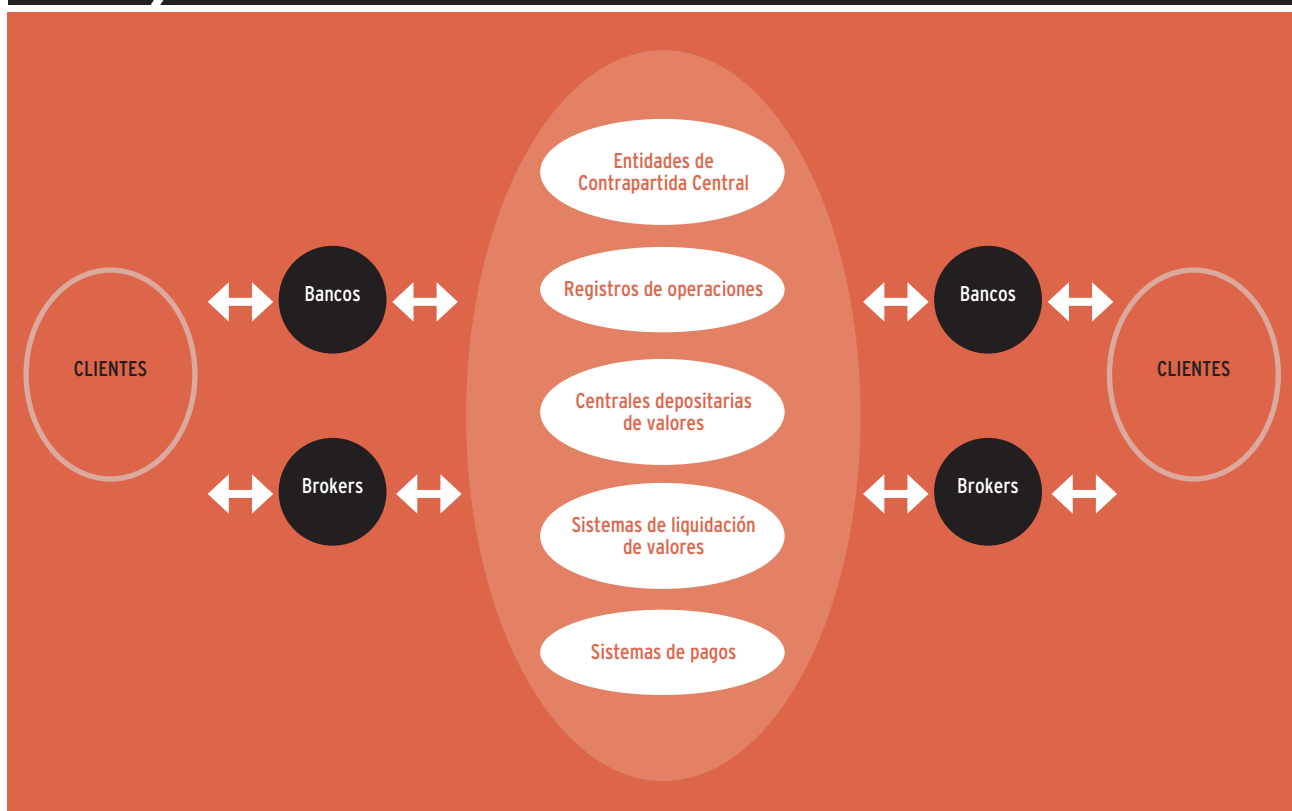
Riesgo general de negocio: hace referencia a

cualquier posible deterioro en la situación financiera de una IMF, como consecuencia de que los gastos sobrepasen los ingresos y se genere una pérdida que afecte el capital de la entidad. Esa deficiencia puede ser consecuencia de efectos negativos para la reputación, una mala aplicación de la estrategia empresarial, una respuesta ineficaz a la competencia, pérdidas en otras líneas de negocio de la IMF o de su matriz, u otros factores comerciales. Las pérdidas relacionadas con la actividad empresarial también pueden ser consecuencia de los riesgos comprendidos en otros principios como, por ejemplo, el riesgo legal o el riesgo operativo.

Riesgo de custodia y riesgo de inversión: es el riesgo de que una pérdida afecte a los valores mantenidos en custodia debido a la insolvencia, la negligencia, el fraude, la administración deficiente o el mantenimiento inadecuado de los registros de un custodio (o un subcustodio). El riesgo de inversión es el riesgo de pérdidas cuando una IMF invierte sus propios recursos, u otros recursos (como las garantías entregadas por sus participantes), en instrumentos sujetos a riesgo de mercado, de crédito o de liquidez.

Riesgo operativo: el que surge ante las deficiencias en los sistemas de información o los procesos internos, los errores humanos, los errores de gestión o las perturbaciones causadas por acon-

GRÁFICO 1 ■ Las infraestructuras de los mercados financieros



tecimientos externos originen la reducción, el deterioro o la interrupción de los servicios prestados por una IMF. Puede que esas deficiencias den lugar a demoras, pérdidas, problemas de liquidez y, en algunos casos, a riesgos sistémicos. El riesgo operativo puede tener su origen tanto en causas internas como externas. Por ejemplo, los participantes pueden representar un riesgo operativo para las IMF y para los otros participantes, lo cual podría causar problemas de liquidez u operativos para el sistema financiero en su conjunto.

**OBJETIVO:
LA PROPUESTA DE PRINCIPIOS**

Los objetivos de política pública que subyacen a la propuesta de Principios para las Infraestructuras de los Mercados Financieros son mejorar la seguridad y la eficiencia de los mecanismos de pago, compensación y liquidación y, en general, limitar el riesgo sistémico y promover la transparencia y la estabilidad financiera.

Las IMF concebidas y gestionadas de manera deficiente pueden contribuir a las crisis sistémicas y agravarlas si los riesgos de esos sistemas no se gestionan adecuadamente, lo que causaría que las perturbaciones financieras se trasladen de un sistema o participante a otros, pudiendo poner en peligro la estabilidad de los mercados financieros.

Por si solas las fuerzas del mercado no necesariamente aseguran que se logren los objetivos de política pública de seguridad y eficacia porque las IMF y quienes participan en ellas no siempre asumen todos los riesgos y costos relacionados con sus actividades de pago, compensación y liquidación. Al respecto, cabe la posibilidad de que factores como las economías de escala, los obstáculos a la entrada o, incluso, los mandatos jurídicos, limiten la competencia y otorguen una posición dominante en el mercado a una IMF, lo que podría conducir a una disminución del nivel de servicios, un aumento de los precios o una inversión insuficiente en la administración de los riesgos.

Una IMF no sólo debe ser segura, sino también eficiente. La eficiencia hace referencia al uso adecuado de los recursos por las IMF y sus participantes. Al respecto, si una IMF actúa de manera ineficiente, puede alterar la actividad financiera y la estructura del mercado.

Los Principios propuestos proporcionan orientación sobre cómo afrontar los riesgos y la eficiencia en las IMF. En algunos principios se establece un requisito mínimo con miras a limitar los riesgos y garantizar la igualdad de condiciones. Algunos principios se basan en otros y varios se complementan mutuamente. En otros casos, los Principios se refieren a un aspecto común importante. Las autoridades cuentan con flexibilidad para decidir si imponen requisitos más estrictos a las IMF en su jurisdicción.



**Por si solas las
fuerzas del mercado no
necesariamente aseguran
que se logren los objetivos
de política pública de
seguridad y eficacia**



Las IMF deberán aplicar estos Principios de manera continua al llevar a cabo sus actividades, evaluando o proponiendo nuevos servicios y mecanismos de gestión de riesgos, así como efectuando autoevaluaciones formales periódicas del cumplimiento de los Principios.

Se espera que las autoridades, de conformidad con sus responsabilidades respectivas en materia de regulación y supervisión de una IMF, efectúen sus propias evaluaciones. Asimismo, deberán integrar los Principios en sus actividades respectivas considerando los regímenes legales nacionales. La autoevaluación de la IMF, o el resumen de las evaluaciones llevadas a cabo por las autoridades, deberán hacerse públicas cuando su divulgación esté acorde con la legislación nacional.

El Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, también pueden utilizar estos Principios con miras a promover la estabilidad del sector financiero al llevar a cabo sus programas de evaluación de las IMF y de los mecanismos conexos.

LOS PRINCIPIOS

La propuesta de Principios reemplazaría a los estándares internacionales actualmente vigentes: Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica (PBSP - enero 2001), Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores (RSLV - noviembre 2001) y Recomendaciones para las Entidades de Contrapartida Central (RECC - noviembre 2004).

Al tener un solo grupo de estándares se considera las características comunes de las cinco

categorías de infraestructuras, esto es, efectuar de manera eficiente y segura el registro, la compensación y la liquidación de las operaciones en los mercados financieros.

Cabe señalar que los Principios establecen requerimientos más exigentes en varios aspectos importantes:

- Los mecanismos para administrar los riesgos de crédito y liquidez.
- Un mayor control del riesgo operativo.
- Las interconexiones entre las IMF, a través de las cuales los riesgos operativos y financieros se pueden propagar.

De los 24 Principios sólo tres no tienen correspondencia con los estándares vigentes: “Riesgo general de negocios” (Principio 15, sobre el riesgo relacionado con la administración y funcionamiento de la empresa administradora de la IMF); “Mecanismos de participación con varios niveles” (Principio 19, que introduce el tema de los riesgos ligados a los participantes indirectos); y “Divulgación de datos de mercado” (Principio 24, que se refiere a la función

del registro de operaciones). El resto de los Principios refuerzan los estándares vigentes en aspectos relevantes, elaborándolos con mayor detalle o planteando nuevas o mayores exigencias.

Cabe mencionar que 19 de los 24 Principios son aplicables a los SP, mientras que tres Principios son aplicables solamente a las ECC y RO: “Márgenes” (Principio 6), “Segregación y movilidad” (Principio 14) y “Divulgación de datos de mercado” (Principio 24). En el Cuadro 1 se señala el vínculo entre los Principios para las IMF y los estándares actuales. Por ejemplo, el Principio 17 (Riesgo operativo) está ligado al Principio Básico 7 de los SP, a la Recomendación 11 de los SLV y a la Recomendación 8 de las ECC.

Una vez publicados los Principios, los países tendrán un período de ajuste para su aplicación, lo que implicará modificaciones de la normatividad para adoptar los nuevos requerimientos a las IMF y se solicitará a éstas que lleven a cabo los cambios necesarios en sus reglamentos internos. ■

CUADRO 1 ■ Relación de la propuesta de Principios con los estándares vigentes

Principios IMF	PBSP	RSLV	RECC
Principio 1. Base jurídica.*	1	1	1
Principio 2. Buen Gobierno.*	10	13	13
Principio 3. Marco para la gestión integral de riesgos.*	3	-	-
Principio 4. Riesgo de crédito.*	5	9	3,5
Principio 5. Garantías.*	5	9	4,5
Principio 6. Márgenes.	-	-	4,5
Principio 7. Riesgo de liquidez.*	5	-	5
Principio 8. Firmeza en la liquidación.*	4	8	-
Principio 9. Liquidación monetaria.*	6	10	9
Principio 10. Entregas físicas.	-	-	10
Principio 11. Centrales Depositarias de Valores.	-	6	-
Principio 12. Sistemas de liquidación de intercambio por valor.*	-	7	10
Principio 13. Regla y procedimientos relativos a incumplimientos de participantes.*	-	-	6
Principio 14. Segregación y movilidad.	-	12	-
Principio 15. Riesgo general de negocios.*	-	-	-
Principio 16. Riesgo de custodia y de inversión.*	-	12	7
Principio 17. Riesgo operativo.*	7	11	8
Principio 18. Requisitos de acceso y participación.*	9	14	2
Principio 19. Mecanismos de participación con varios niveles.*	-	-	-
Principio 20. Enlaces con otras IMF.*	-	19	11
Principio 21. Eficiencia y eficacia.*	8	15	12
Principio 22. Normas y procedimientos de comunicación.*	-	16	-
Principio 23. Divulgación de reglas y procedimientos principales.*	2	17	14
Principio 24. Divulgación de datos de mercado.	-	-	-

* Aplicable a los Sistemas de Pagos.

FUENTE: LOS PRINCIPIOS PARA LAS INFRAESTRUCTURAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.

L

a serie numismática
RIQUEZA Y ORGULLO
del Perú
UN PROYECTO HECHO REALIDAD

ABRAHAM DE LA MELENA*
Y JORGE NEGRÓN*

El proyecto de la serie numismática denominada “Riqueza y Orgullo del Perú” nace sobre la base del concepto de que los billetes y monedas no sólo son un medio de pago sino que también son un vehículo de transmisión de cultura. Se quiere mostrar la diversidad cultural y geográfica de nuestro Perú, representando lugares y costumbres que no todos conocemos o que son poco difundidos.

* Especialistas de la Gerencia de Gestión del Circulante del BCRP.
abraham.delamelena@bcrp.gob.pe
jorge.negron@bcrp.gob.pe

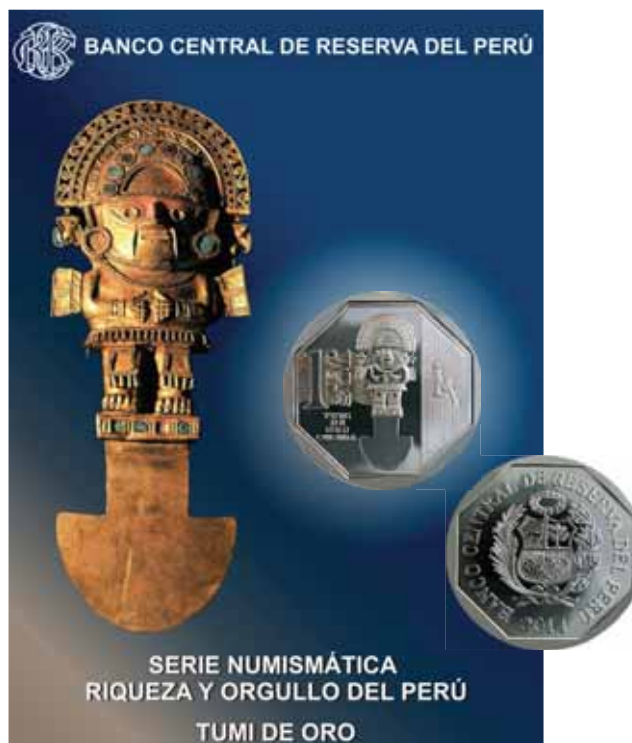
El proyecto de la serie numismática “Riqueza y Orgullo del Perú” surgió a fines de 2008, cuando se retomó la idea de lanzar un programa numismático de gran impacto, cuyo producto estuviese al alcance de todos los peruanos. Para tal fin, se formó un primer equipo de trabajo encargado de desarrollar dicha idea, teniendo en cuenta lo planteado anteriormente y analizando experiencias similares desarrolladas por otros países.

Se empezó realizando una investigación a nivel de las regiones del país. De cada región se detallaron los restos arqueológicos, patrimonio cultural, arquitectura, bailes típicos, comidas, fauna, flora, entre otros aspectos, resaltando las diversas manifestaciones culturales y el rico patrimonio arqueológico. Sobre esa base surgió el nombre de “Riqueza y Orgullo del Perú”.

Paralelamente, se sostuvo reuniones de coordinación con miembros de la Sociedad Numismática del Perú, quienes alentaron el proyecto y compartieron la iniciativa, pues estaban convencidos de que tendría una gran aceptación entre la población.

Luego, se llegó a la conclusión que el programa debería ser de largo alcance. Estaría constituido por la emisión de 26¹ monedas de la denominación de un Nuevo Sol de uso corriente; con una emisión limitada de 10 millones de unidades por cada moneda y que evocaría nuestra diversidad cultural y geográfica a través de un medio de pago de uso masivo. Cabe señalar, que habitualmente las monedas de colección son acuñadas por el Banco en plata y oro, pero al no estar la cultura numismática muy desarrollada en nuestro país debido al alto costo de dichas monedas, se lanzó el programa numismático en monedas circulantes de la denominación de S/. 1,00, monedas comunes que utilizamos diariamente para todas las transacciones, a fin de superar esa barrera.

Para que la serie de monedas tuviese un elemento común que las identificase, se preparó la diagramación gráfica oficial, se diseñaron varios bocetos y en agosto de 2009, el Directorio del Banco Central aprobó la emisión de la serie numismática “Riqueza y Orgullo del Perú”, así como el boceto de la primera moneda que saldría en circulación en 2010.



Se lanzó el programa numismático en monedas circulantes de la denominación S/. 1,00, monedas comunes que utilizamos diariamente para todas las transacciones

¹ En un primer momento iban a ser 24 las monedas que constituirían la serie. El 17 de junio de 2010, se aprobó la ampliación a 26 monedas.

Para materializar el proyecto se contó con el profesionalismo de los técnicos de la Casa Nacional de Moneda (diseñadores y grabadores, técnicos especialistas en acuñación y en la fabricación de matrices y cuños) y de la Oficina Central de Lucha Contra la Falsificación de Numerario. Así comenzó la tarea conjunta de materializar el primer diseño aprobado que resultó en una moneda vistosa, moderna y segura. Para ello se determinaron las dimensiones y la ubicación de cada uno de los elementos del reverso (en el que iría la imagen principal, ya que en el anverso figura el Escudo Nacional), con lo cual se logró un balance entre los elementos de seguridad y la imagen principal de la moneda.

La primera moneda se empezó a acuñar a mediados de febrero de 2010; en simultáneo, se diseñaron los estuches y los impresos para la publicidad, donde se resaltaban los princi-

pales elementos de seguridad de la moneda. Se obtuvo el aporte erudito del arqueólogo Federico Kauffmann Doig, quien colaboró con las referencias históricas que se utilizaron para la leyenda de la moneda que aparece en los estuches; así como para la preparación de todo el material de difusión. Posteriormente, el arqueólogo Luis Guillermo Lumbreras Salcedo y el historiador arequipeño Eusebio Quiroz Paz Soldán se sumaron al proyecto.

LA PRIMERA MONEDA DE LA SERIE NUMISMÁTICA “RIQUEZA Y ORGULLO DEL PERÚ”

El 29 de marzo de 2010, el Banco Central de Reserva del Perú puso en circulación la nueva moneda de un Nuevo Sol alusiva al “Tumi de Oro”, la primera emisión de la serie numismática denominada “Riqueza y Orgullo del Perú”.

2010

El Tumi de Oro es un instrumento de hoja corta, semilunar y empuñadura escultórica con la figura de ÑAYLAMP, ícono mitológico de la Cultura Lambayeque.

Marzo 2010
(Lambayeque)

El Sarcófago de Karajía está conformado por una cápsula básicamente de arcilla de hasta 2,50 metros de alto y de aspecto humano y corresponde a un patrón funerario presente tan sólo en la cultura Chachapoyas, que tuvo su asiento y desarrollo en los Andes Amazónicos norteños.

Julio 2010
(Amazonas)

La Estela de Raimondi es una losa de granito de 1,98 metros de alto por 74 cm. de ancho, que tiene tallada, en una de sus caras, la representación de la divinidad principal de los Chavín en la época del Templo Nuevo. El personaje representado corresponde a una divinidad antropomorfa felinizada, de pie, vista de frente, con los brazos abiertos, en cada mano sostiene una especie de báculo. Las manos y los pies terminan en garras.

Noviembre 2010
(Ancash)





Tendremos una colección de 26 monedas con diferentes motivos, a razón de cuatro por año



Aunque las monedas se han acuñado principalmente con un fin numismático, son de curso legal y no reemplazan a las actuales monedas de S/. 1,00 por lo que ambas circulan de manera simultánea; por lo tanto, pueden ser utilizadas en cualquier transacción. La edición de la primera moneda (así como las posteriores de esta serie) fue limitada y se acuñaron diez millones de unidades. Tienen las mismas especificaciones técnicas de todas las monedas de un Nuevo Sol, lo único que varía es el diseño del reverso.

En el centro del reverso se aprecia el Tumi de Oro. Al lado derecho de la moneda, la marca de la Casa Nacional de Moneda sobre un diseño geométrico de líneas verticales. Al lado izquierdo, la denominación en números, el nombre de la unidad monetaria sobre unas líneas ondulantes. Debajo, la frase TUMI DE ORO, S. VIII-XIII d.C. Todo esto circundado por un polígono de ocho lados que forma el filete de la moneda.

LAS PRIMERAS SIETE MONEDAS

Hasta noviembre de 2011, se han emitido siete monedas alusivas a diversos motivos de nuestro patrimonio histórico (tres monedas emitidas en 2010 y cuatro en 2011).

2011

Las Chullpas de Sillustani son restos de un santuario levantado por los Collas para guardar la memoria de sus antepasados. Son torres altas, algunas de más de 12 metros de altura, en cuyo interior se conservaban las momias de los jefes collas.

Febrero 2011
(Puno)

El Monasterio de Santa Catalina muestra parte de su conjunto arqueológico, la plaza Socodober, formada por una pileta de piedra, la fachada de una celda de las religiosas que lo habitaron y una vista de la parte posterior de la cúpula de la iglesia del monasterio.

Mayo 2011
(Arequipa)

Machu Picchu, maravilla del mundo, expresa el talento constructivo de los antiguos peruanos en armonía con el imponente paisaje de su entorno. Se desconoce el nombre que originalmente le correspondía, pero hay certidumbre que su construcción se remonta a la segunda mitad del siglo XV, cuando gobernaba el inca Pachacútec.

Julio 2011
(Cusco)

El Gran Pajatén, conjunto arquitectónico construido por la cultura Chachapoyas, situado a una altitud de 2 850 msnm. Alcanza altitudes superiores a los 3 000 msnm. Se trata de figuras femeninas con el vientre abultado, las que sentadas y con las piernas entreabiertas dan la sensación de aprestarse a alumbrar. Acaso sean representaciones de la Pachamama o Diosa Tierra.

Noviembre 2011
(San Martín)



¿POR QUÉ SE ESCOGIÓ LA MONEDA DE UN NUEVO SOL?

Técnicamente, la moneda de un Nuevo Sol es la que más se adecuaba a los diferentes motivos que se acuñarían por ser la de mayor diámetro. Además, teniendo en consideración que en noviembre de 2011 se cumplieron 20 años de la acuñación de la primera moneda de un Nuevo Sol, al escogerla, se da un mensaje de estabilidad a la población: tendremos una colección de 26 monedas con diferentes motivos, a razón de cuatro por año.

También, la moneda de un Nuevo Sol es la de mayor circulación² a nivel nacional, representa aproximadamente un tercio del valor de circulación del total de monedas. Está presente en las transacciones pequeñas y cotidianas de los peruanos, ya sea para pagar el transporte urbano, comprar un diario, comer una golosina, una gaseosa pequeña, una hora de cabina de internet o para llamar por teléfono. Según una encuesta realizada por la empresa Ad Rem Investigación de Mercados y Consultorías³, la moneda de S/. 1,00, de todas las denominaciones que conforman el cono monetario, es la de mayor uso en los pagos y en las transacciones tanto por las personas naturales como por los pequeños comercios. Asimismo, más del 70 por ciento de las personas y más del 93 por ciento de los pequeños comercios tenían en su poder una moneda de S/. 1,00.

Equivalencias con otras monedas (octubre 2011)

S/. 1,00 =	1,55891	Pesos argentinos
	2,56259	Bolivarianos
	0,6505588	Real brasilero
	184,941	Pesos chilenos
	690,353	Pesos colombianos
	187,666	Colón de Costa Rica
	4,97783	Peso mexicano
	0,368189	Dólar americano
	1,58321	Bolívares fuertes
7,29013	Pesos uruguayos	

FUENTE: [HTTP://WWW.XE.COM/UCC/](http://www.xe.com/UCC/).

GRATA ACOGIDA

Las monedas de la serie “Riqueza y Orgullo del Perú” han gozado de una gran demanda por los numismáticos y por la población en general, que valoran de ellas la belleza de sus diseños que resaltan el rico patrimonio histórico del



Características

Denominación	S/. 1.00
Aleación	Alpaca
Peso	7,32 g
Diámetro	25,5 mm
Grosor	1,65 mm
Canto	Estriado

país. Se ha despertado en el público un repentino interés por la numismática, razón por la cual el Banco Central de Reserva del Perú ha impulsado la provisión de estuches de colección, álbumes para estuches y álbumes para monedas.

La estabilidad del Nuevo Sol ha permitido realizar este proyecto que culminará en 2016, fomentando además un mercado numismático. El presidente de la Sociedad Numismática, Manuel Villa García, afirma que en el futuro la colección definitivamente superará su valor real.

Estamos seguros que este proyecto hecho realidad ha marcado un hito dentro de la historia numismática de nuestro país, promoviendo la riqueza y el orgullo del Perú. ■



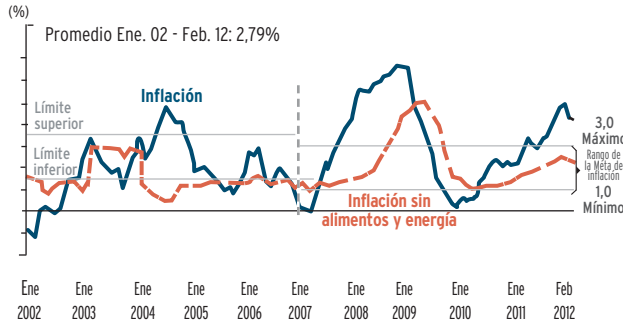
² Después de la de S/. 0,10 céntimos.

³ Realizada en 2008, trata sobre las características, uso y niveles de falsificaciones percibidos de la moneda nacional.



Indicadores económicos

Inflación e Inflación sin Alimentos y Energía (Variación porcentual últimos 12 meses)

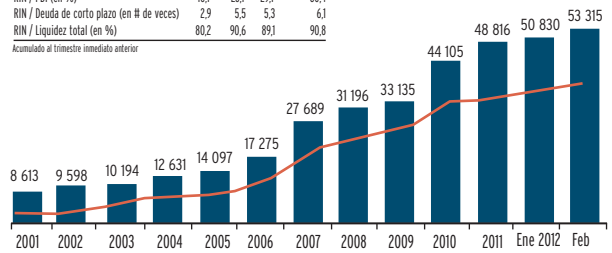


Reservas Internacionales Netas y Posición de Cambio (Millones de US\$)

INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES

	2006	2010	2011	Feb. 2012
RIN / PBI (en %)	18,7	28,7	29,7	30,4
RIN / Deuda de corto plazo (en # de veces)	2,9	5,5	5,3	6,1
RIN / Liquidez total (en %)	80,2	90,6	89,1	90,8

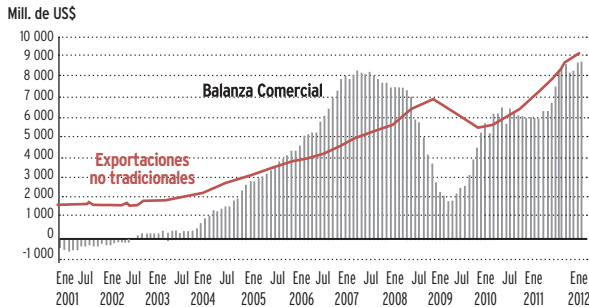
Acumulado al trimestre inmediato anterior



En los primeros meses del año, la inflación últimos 12 meses se ha venido reduciendo con el inicio de la reversión de los choques de oferta ubicándose a febrero en 4,17 por ciento, por encima del límite superior del rango meta. Esta disminución gradual de las presiones inflacionarias es consistente también con un ciclo económico neutral a lo largo de 2012 lo cual facilita la convergencia de la inflación hacia la meta. La inflación sin alimentos y energía, indicador que excluye los choques en los precios de los alimentos y los combustibles, bajó de 2,42 por ciento a diciembre 2011 a 2,23 por ciento a febrero 2012.

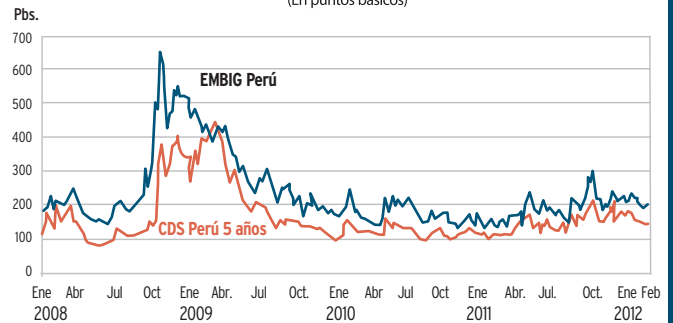
Al 29 de febrero de 2012, las reservas internacionales ascendieron a US\$ 53 315 millones, nivel que otorga una alta capacidad de respuesta de la economía peruana ante posibles choques reales y financieros. Dicho nivel representa el 30,4 por ciento del PBI, respalda el 90,8 por ciento de la liquidez total de las sociedades de depósitos y es equivalente a 6,1 veces las obligaciones por deuda externa pública y privada a corto plazo. Estos niveles de cobertura de reservas internacionales se ubican entre los más altos de la región.

Balanza Comercial y Exportaciones No Tradicionales Anuales (Millones de US\$)



En enero, la balanza comercial fue positiva en US\$ 709 millones. En ese mes, las exportaciones de productos no tradicionales aumentaron 21,8 por ciento y alcanzaron un valor de US\$ 844 millones. En los últimos años, se ha observado una creciente diversificación en las exportaciones y América Latina se ha constituido en el principal destino de las exportaciones no tradicionales. Esto ha contribuido para que la participación de las exportaciones respecto al producto se eleve desde un 13 por ciento que tenía a principios de la década de 2000 hasta 26,2 por ciento en 2011, siendo este el nivel más alto alcanzado en todo este período.

Indicadores de Riesgo País (En puntos básicos)



En 2011, las medidas de riesgo del Perú presentaron un comportamiento relativamente estable hasta julio. Sin embargo, desde agosto se elevaron a sus niveles máximos de ese año, impulsados por el recorte de calificación crediticia de EE. UU. y los temores de contagio de la crisis de deuda europea. No obstante, hacia fines de año la percepción de riesgo del Perú volvió a ceder producto de un escenario de calma relativa en los mercados externos. Cabe indicar que S&P en agosto, y Fitch Ratings, en noviembre, elevaron la calificación para la deuda soberana de Perú en moneda extranjera a largo plazo pasando de "BBB-" a "BBB" con perspectiva estable. A fines de febrero de 2012, el EMBIG y los Credit Default Swaps (CDS) cayeron a 195pbs y 146pbs, respectivamente.

Indicadores Mensuales

	2011				2012	
	Mar	Jun.	Set.	Dic	Ene.	Feb.
PBI (Var. %)	8,0	5,4	5,9	6,0	5,4	n.d.
Inflación mensual (%)	0,70	0,10	0,33	0,27	-0,10	0,32
Inflación 12 meses (%)	2,66	2,91	3,73	4,74	4,23	4,17
Tipo de cambio venta (S/. por US\$)	2 780	2 765	2 745	2 697	2 693	2 684
Tipo de cambio real (Dic 2001=100)	98,4	99,5	96,8	92,4	93,3	94,3
Tasa de interés de ahorros (% en S/.)	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Tasa de interés Preferencial corporativa a 90 días (% en S/.)	4,4	5,6	5,3	5,4	5,3	5,3
Tasa de interés de ahorros (% en US\$)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tasa de interés Preferencial corporativa a 90 días (% en US\$)	2,8	2,3	2,5	2,4	2,7	2,8
Balanza comercial (mill. US\$)	871	971	794	1151	709	n.d.
Exportaciones (mill. US\$)	3 773	4 212	3 986	4 385	3 995	n.d.
Importaciones (mill. US\$)	2 902	3 241	3 192	3 234	3 285	n.d.

Indicadores Trimestrales

	2010	2011				
	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año
PBI (Var.%)	8,8	8,8	6,9	6,7	5,5	6,9
Consumo privado	6,0	6,4	6,4	6,3	6,4	6,4
Inversión privada	22,1	15,4	16,0	8,5	7,8	11,7
PBI de los sectores primarios	1,1	3,5	3,3	7,1	4,0	4,4
PBI de los sectores no primarios	10,3	9,8	7,6	6,6	5,7	7,4
Manufactura	13,6	12,3	6,0	3,8	1,0	5,6
Balanza en Cuenta Corriente (%PBI)	-1,7	-2,2	-2,6	0,9	-1,3	-1,3
Sector Público (%PBI)						
Resultado económico del Sector Público no Financiero	-0,3	6,0	5,5	1,3	-4,9	1,9
Ingresos corrientes del gobierno central	17,2	18,9	19,4	17,1	17,1	18,1
Gastos no financieros del gobierno central	16,2	13,8	17,1	15,0	18,7	16,2
Deuda pública total	23,4	22,4	21,7	20,9	21,7	21,7
Deuda pública externa	12,9	12,6	12,1	11,7	11,4	11,4
Deuda pública interna	10,5	9,8	9,6	9,2	10,2	10,2

LA HISTORIA ECONOMICA

de nuestra primera
CENTURIA*

CARLOS CONTRERAS **

El cuarto tomo del Compendio de Historia Económica del Perú cubre el período 1821-1930. Esto es, desde la independencia hasta el momento en que la crisis económica mundial, iniciada en octubre de 1929 impactó en la economía peruana. Se trata de un lapso poco mayor a un siglo, que resultó decisivo para la historia del Perú, por corresponder a la época que siguió inmediatamente a la independencia.

* Artículo extraído de la introducción del tomo IV del Compendio de Historia Económica del Perú.

** Editor del Compendio de Historia Económica del Perú.
Docente de la PUCP.



CALLE DEL CORREO (DELFOR, COMMONS)

No es una novedad señalar que la economía del Perú emergió debilitada tras la guerra de Independencia. Esta había durado casi veinte años, si se cuenta desde las campañas del ejército de Abascal contra los insurgentes del Río de la Plata y de Quito, en 1809, hasta la rendición de los realistas en la fortaleza del Callao y el debelamiento de los partidarios de Fernando VII en Huanta, Ayacucho, a finales de la década de 1820. La duración del enfrentamiento y la característica de guerra civil que cobró, multiplicaron el encono entre realistas y patriotas. Una vez vencidos, los realistas recibirían los castigos de la ejecución sumaria o el destierro, y la expropiación de sus bienes y caudales. Quienes lograron escapar a tiempo, se fueron con sus capitales, su experiencia empresarial y sus hábitos mercantiles. La independencia se logró, así, al costo de la descapitalización del país y de la pérdida de su élite económica.

Entre los aspectos económicos que demandó la inmediata atención del Estado tras el logro de la independencia, estuvo la cuestión fiscal. Para que el Estado pudiese implantar su monopolio de la violencia legítima y pasase a cumplir con las tareas propias de todo gobierno (como la garantía de la seguridad externa e interna y la administración judicial) requería de ingresos monetarios. Algunos de los mecanismos fiscales usados por el Estado colonial no pudieron mantenerse, por depender del suministro de bienes provenientes de la antigua metrópoli, como fue el caso del estanco del azogue. El problema fiscal se acrecentaba si tomamos en cuenta que la independencia había consistido, en cierta forma, en

una rebelión anti fiscal contra la corona española. Uno de los motivos por los cuales la causa patriota ganó adhesión, fue por la percepción de que la carga fiscal impuesta por los gobernantes peninsulares a la población del virreinato era excesiva e injusta. Ocurrida la independencia y transformado el Perú en una república donde ya no habría más súbditos de un rey sino ciudadanos de una nación, la población esperaba que el premio de la libertad fuese un alivio en la tributación.

Después de 1821, los impuestos tendieron entonces a atenuarse o desaparecer, lo que, por su parte, expresaba también la menor legitimidad del nuevo Estado frente a la población. Aunque republicano, nacional y democrático, no tenía el apoyo de la tradición y la majestad de las que disfrutaba el monárquico, imperial y absolutista Estado español. Un cuarto de siglo después de la independencia fue quedando claro que una mayor autoridad y credibilidad del Estado



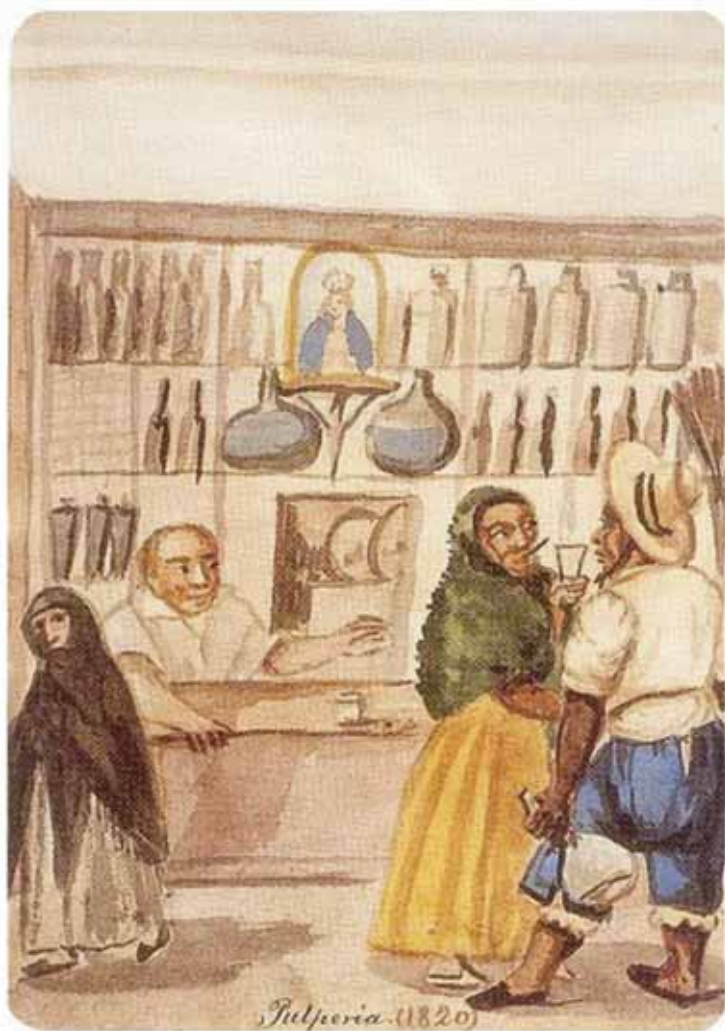
se iría ganando solo trabajosa y paulatinamente. El fenómeno del guano le cayó al Estado peruano como anillo al dedo, porque le permitió financiarse a través de la exportación monopólica de este fertilizante natural, sin tener que recurrir a los resistidos impuestos, siempre complicados de recaudar. Se desplegó, así, un crecimiento de la economía pública, pero que no reposaba en las contribuciones entregadas por los ciudadanos, sino en la renta percibida desde el mercado mundial por el gobierno. Si bien esto le daba al Estado la comodidad de poder crecer y hacer obra pública sin desgastarse políticamente imponiendo contribuciones, lo privaba, por otro lado, de la orientación que las demandas y quejas de la población contribuyente ejercen sobre quien gobierna.

Durante los años del guano, se expandió la burocracia, se robustecieron las fuerzas armadas y se iniciaron obras ambiciosas que debían acondicionar el territorio para el comercio interno y la futura colonización de la Amazonía. La poca planificación, la desorientación que producía la falta de demanda en la economía y la corrupción de los hombres del gobierno (con poca fiscalización del congreso y la prensa, dada la debilidad de estas instituciones)

hicieron que estos proyectos quedasen trancos y no produjesen el efecto previsto. Si algo tuvo un crecimiento impresionante en el país durante la era del guano, junto con el presupuesto del Estado, fue el tamaño de la deuda pública. En vísperas de la cesación de pagos de 1876, esta representaba como cinco veces el presupuesto de la república. El capítulo de Alejandro Salinas da cuenta de los intentos de la élite agrupada en el partido Civil para reintroducir el impuesto como canal de ingreso fiscal y disminuir la dependencia del guano. Pero este podía compararse con una droga, que alivia a la persona mientras la consume, pero la vuelve dependiente de ella al punto que es capaz de desvalijar su propia casa con el fin de conseguirla. Los líderes del civilismo terminaron finalmente comulgando con la doctrina del estanco, extendiéndolo al salitre. Entonces vino la guerra, que terminó resolviendo el dilema de los peruanos entre impuestos o estanco de la manera más drástica: los chilenos se quedaron con los recursos que había estancado el Estado peruano y de cuyas rentas había vivido en sus últimas décadas, obligándolo así a volver los ojos hacia los impuestos.

Los hombres de la posguerra del salitre solían hacer un símil entre la situación del país después de la guerra de la independencia, con la vigente después de la guerra del salitre: la misma devastación, pobreza y desorden político. La única diferencia, decían, era que en la primera teníamos la ilusión y el optimismo que da la victoria, mientras que en la segunda padecíamos la amargura de la derrota. No obstante, deberían anotarse otras diferencias importantes que mejoraban el panorama a favor de la segunda. Por ejemplo, en esta segunda coyuntura no ocurrió la desaparición de la élite económica como en la primera. Durante los años de la bonanza del guano, el país atrajo inmigrantes europeos y americanos, entre científicos, empresarios y comerciantes, que serían claves para una relativamente rápida reconstrucción de la economía en los años finales del siglo diecinueve. De otro lado, existían los partidos políticos, cuyos integrantes podían funcionar como una bisagra eficaz entre las demandas de la clase empresarial y la labor administrativa del gobierno. Aunque caudillistas, cerrados y poco doctrinarios, los partidos Civil, Demócrata y Constitucional fueron, en la posguerra del salitre, canales efectivos para relacionar la política con la economía.

Por último, la infraestructura física e institucional montada durante los años del guano, resultó útil para la reconstrucción. La primera, incluía muelles, almacenes y dársenas en los puertos, así como ferrocarriles (aunque inconclusos) que unían los puertos con las minas y las tierras del interior. La segunda, consistía en una Carta Constitucional (la de 1860), tíbiamente liberal, que tras un largo período de inestabilidad, había alcanzado cierto consenso como “ley fundamental” -al punto que un importante partido político (el Constitucional) basó su “ideario” en la



PULPERÍA EN 1820 (ACUARELA DE PANTO FIERRO).

defensa de dicha Constitución-, así como en leyes que promovían un acceso más ágil, aunque siempre excluyente de las mayorías indígenas, a las minas. La Escuela de Ingenieros Civiles y de Minas era otra institución, hija de la bonanza guanera, que rindió sus frutos en los años difíciles del renacimiento económico de finales del siglo diecinueve.

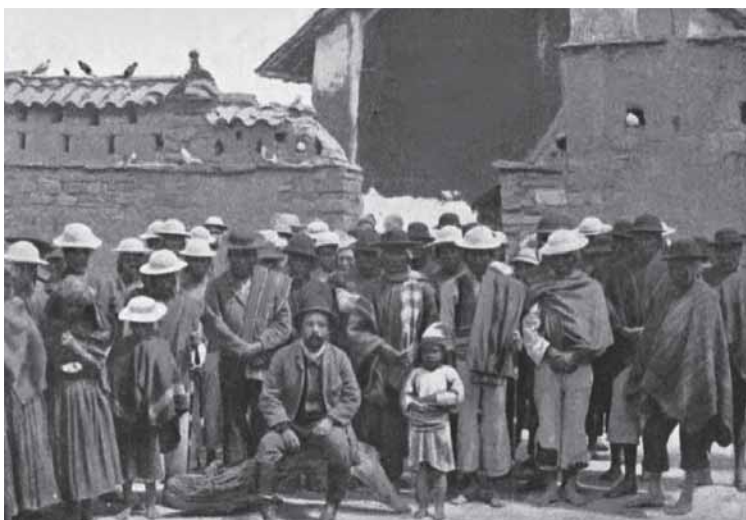
Importantes reformas administrativas, que incluyeron un profundo rediseño de la política tributaria, monetaria y de gobierno territorial tuvieron lugar entre 1885 y 1900, sentaron las bases del crecimiento económico registrado durante los primeros treinta años del siglo veinte. En cuanto a lo primero, se desplegó un régimen tributario que, desechando el modelo del estanco, volvió a la práctica del impuesto como canal de ingresos gubernamentales. Como lo muestra el trabajo de Alejandro Salinas, los impuestos que se implantaron fueron de tipo indirecto, que eran más sencillos de recaudar que los de tipo directo y que, para la clase propietaria, tenían el importante atractivo de no tocar sus ganancias. En cuanto al régimen monetario, se optó por seguir la estela británica del patrón oro, que le daba a la moneda una extraordinaria estabilidad (como venganza contra la hiperinflación de los años de la guerra) aunque, a la vez, una penosa rigidez si quería jugarse con las ventajas de la devaluación para el comercio exterior. Respecto del manejo territorial, se optó por una política de descentralización moderada, que daba a las oligarquías locales una cierta dosis de autonomía frente al gobierno central.

El relanzamiento de las exportaciones fue el fruto perseguido de dicho programa. Ingentes toneladas de azúcar, algodón, cobre, plata, petróleo, caucho y lanas salían de los valles de la costa, las minas de la sierra y de la costa norte, de la floresta amazónica y de las punas de los Andes del sur. El trabajo de Fernando Armas da cuenta del modo cómo el Estado procuró facilitar el uso de la tierra para la agricultura comercial, combatiendo los regímenes de propiedad y financiamiento del antiguo régimen todavía subsistentes hasta los años finales del siglo diecinueve. Por su parte, Martín Monsalve muestra cómo la industria manufacturera no estuvo ausente durante el primer ciclo de este renacimiento económico. Conforme se introdujo el siglo veinte fue, sin embargo, quedando claro que la industria iba rezagándose en el crecimiento de la producción, frente a la veloz expansión de las exportaciones primarias agrícolas y mineras. Otro tanto ocurrió con el caucho del oriente y las lanas del sur. Errores en la política de concesión de los recursos naturales y el manejo de la mano de obra, determinaron que estos sectores no pudieran mantenerse en la dura competencia que, en el mercado mundial de las materias primas, existió en los primeros decenios del siglo veinte.

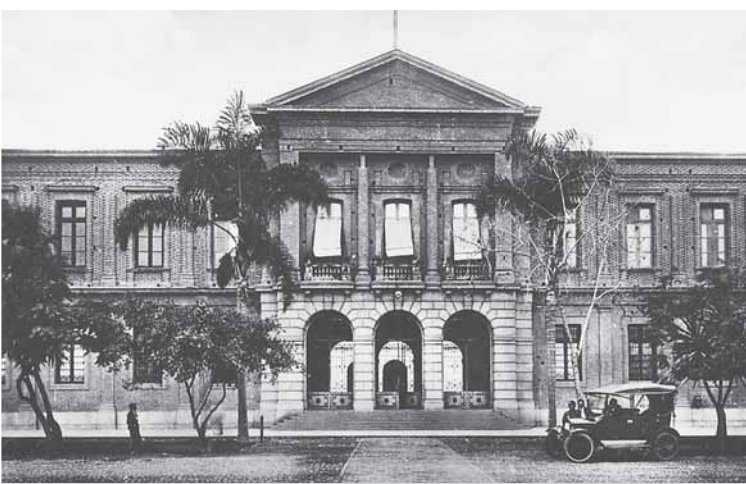
La élite en el poder no dejó de reflexionar sobre este desafío de la vida peruana, que ponía grandes barreras a la movilidad social y le daban a la nación



BANCO PERÚ LONDRES, (DELFOR, COMMONS).



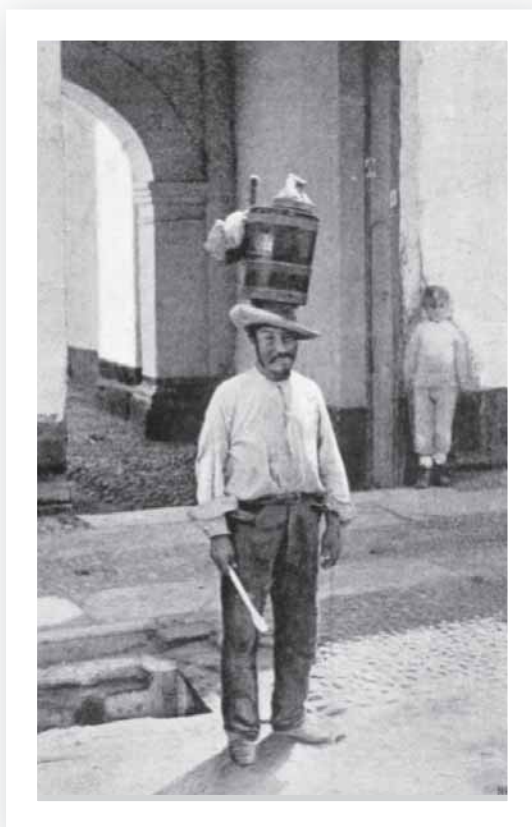
MIGUEL GARCÉS RODEADO POR SUS SIERVOS. (MIDDENDORF III).



COLEGIO GUADALUPE (AVILÉS HNOS, COMMONS)



JIRÓN DE LA UNIÓN
LIMA. AÑOS 1930



EL HELADERO.
(MIDDENDORF 1893-1)

el perfil de una sociedad excluyente de su población mayoritaria. Así lo demostraron los vigorosos ensayos de la época de los hermanos García Calderón, Víctor Andrés Belaunde, Francisco Mostajo y Matías Manzanilla, para no incidir en la obra de intelectuales más radicales y opuestos a la clase gobernante, como Manuel González Prada o, un poco más adelante, José Carlos Mariátegui.

La expansión de la educación y de la salubridad (en un sentido que implicaba un significado más amplio del que esta palabra tiene hoy, ya que incorporaba elementos de nutrición adecuada y de hábitos de vida que se identificaban con la higiene) fueron los elementos que dicha intelectualidad

presentó como solución a lo que llamaron “el problema indígena”. Tal expansión requería, no obstante, un sustancial aumento de los ingresos fiscales y un fortalecimiento del aparato del Estado, que no podían conseguirse en el corto plazo y enfrentarían, además, la resistencia de la clase exportadora, de cuyas ganancias tendrían que salir principalmente los ingresos fiscales. En los años veinte se añadió, al paquete redentor, la construcción de carreteras que aproximasen a los pueblos del interior al comercio y la civilización, lo que acrecentó todavía más la necesidad de recursos estatales. El gobierno del oncenio leguista echó mano de los préstamos de la banca extranjera y de formas de tributación arcaicas como las prestaciones laborales campesinas bajo la llamada “ley de conscripción vial”, con el fin de acelerar las obras públicas sin tener que confrontar más agresivamente a los exportadores, entre quienes figuraban ahora poderosas empresas inglesas y norteamericanas.

Ese fue el contexto en que estalló la crisis mundial de 1929 que, en lo inmediato, provocó la caída de las exportaciones y de los ingresos fiscales, al tiempo que arreciaba la insatisfacción de las nuevas clases medias y populares, compuestas por obreros de las plantaciones agrícolas y las empresas mineras y por habitantes de las emergentes ciudades de la costa. El estudio de este nuevo y difícil escenario corresponderá al próximo volumen del Compendio.

Una rama de la historiografía mundial ha propuesto que fue durante el siglo diecinueve, y particularmente entre los años de 1830-1870, aproximadamente, que se labró la llamada “gran divergencia” entre las exitosas economías del hemisferio norte y las atrasadas del sur. Si tales historiadores tienen razón, habría sido el pobre desempeño de la economía peruana durante la primera etapa, aquella en la que el guano fue el opio de los peruanos, un factor poderosamente explicativo del atraso que sufrió el desarrollo económico nacional en el siglo veinte. Como consuelo, cabría decir que fue un medio siglo

que ha llegado a ser calificado como de “décadas perdidas” para toda América Latina.

Igual que los volúmenes anteriores del Compendio, este ha sido organizado, no cronológica, sino temáticamente. Los temas seleccionados corresponden a las actividades económicas predominantes en el país durante la época bajo estudio: la agricultura y ganadería; la minería, tanto metálica como no metálica (guano, salitre, petróleo); y la industria, la construcción y los servicios. El estudio de estos temas ha sido confiado a especialistas con una importante experiencia en tales campos. Así, el historiador Fernando Armas Asín, autor de varios trabajos sobre la desamortización y la propiedad eclesiástica en el siglo diecinueve y veinte, ha preparado el capítulo sobre el tema agrario. José Deustua Carvallo, historiador peruano que se desempeña en una universidad norteamericana en el estado de Illinois, y es autor de los más serios trabajos sobre la minería del siglo diecinueve, escribe el capítulo minero. Martín Monsalve Zanatti, asimismo historiador y profesor universitario, quien

investiga los avatares de la industria y las empresas peruanas en los inicios del siglo veinte, se ocupa del capítulo sobre la industria y los servicios.

A ellos se suman, Jesús Cosamalón y Alejandro Salinas Sánchez, también historiadores, quienes abordan los temas de la población y el mercado laboral, y las finanzas públicas, respectivamente. Jesús es autor de varios trabajos sobre el tema demográfico y los grupos sociales en los siglos dieciocho y diecinueve; mientras Alejandro ha escrito enjundiosos libros sobre temas claves del siglo antepasado, como los ferrocarriles, la moneda y los impuestos.

Al final, figura un apéndice estadístico. Ahí se reúne cerca de un centenar de cuadros acerca de la evolución demográfica, la mano de obra, la producción, la moneda y el comercio exterior durante el período 1821-1930. Tales cuadros han sido tomados de diversas obras, cuya elaboración se ha basado en la consulta de las fuentes más confiables. El economista Luis Miguel Espinoza fue el encargado de preparar este apéndice, que esperamos sea de utilidad para la investigación en historia económica. ■

“La poca planificación, la desorientación que producía la falta de demanda en la economía y la corrupción de los hombres de gobierno hicieron que los proyectos quedasen truncos”



CONGESTIÓN EN EL MAR: VELEROS ESPERANDO TRANSPORTAR EL GUANO DE LAS ISLAS CHINCHA, 1863. (COURRET)



libros y certámenes

■ INFORME DE LA OECD

El 9 de noviembre, Christian Daude, jefe de la Oficina para las Américas del Centro de Desarrollo de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD) y Angel Melguizo, economista, de la misma oficina, presentaron el Informe “Perspectivas Económicas de América Latina 2012”.



■ VI CONCURSO ESCOLAR BCRP 2011

El 18 de noviembre se realizó la ceremonia de sustentación de los ensayos finalistas ante el jurado calificador y se premió a los ganadores del Concurso. El primer, segundo y tercer premio correspondieron a los equipos de los colegios “Nuestra Señora del Perpetuo Socorro” de Trujillo, “Jesús de Belén” de Comas y “Nuestra Señora de la Paz” de Magdalena del Mar, respectivamente.

■ MONEDA DE UN NUEVO SOL, ALUSIVA AL GRAN PAJATÉN

El 23 de noviembre se presentó esta moneda que constituye la séptima de la serie numismática “Riqueza y Orgullo del Perú”. Asistieron a esta reunión, congresistas, numismáticos, funcionarios del sistema bancario y periodistas.

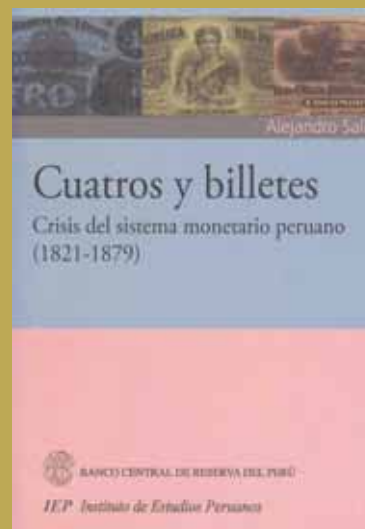


■ VISITA

El 28 de noviembre se recibió la visita de Christine Lagarde, Directora General del FMI. En la cita, estuvieron el Ministro de Economía, Miguel Castilla, el Presidente del BCRP, Julio Velarde, el Gerente General del Banco Central, Renzo Rossini, y los viceministros de Economía y Hacienda; así como funcionarios del FMI y del BCRP.

■ REPORTE DE INFLACIÓN

El 16 de diciembre, Julio Velarde y Renzo Rossini, presidente y gerente general del Banco Central, respectivamente, presentaron el Reporte de Inflación a los tesoreros de los bancos, analistas económicos y medios de comunicación.



CUATROS Y BILLETES CRISIS DEL SISTEMA MONETARIO PERUANO (1821-1879)

ALEJANDRO SALINAS

El sistema monetario peruano tuvo una historia complicada e inestable a lo largo del siglo XIX. La apertura comercial y las importaciones generaron la fuga de la moneda del país. La salida de los españoles significó, además, el desorden en la emisión de monedas; la región andina fue inundada por la moneda feble boliviana, que contenía menor cantidad de plata que la oficial, pero sirvió para aliviar la escasez monetaria, consecuencia del desbalance del comercio exterior. Con el apogeo del guano nacieron los bancos y, con ellos, los billetes bancarios. Esto, junto con la difusión de la moneda feble, incubó una inflación de precios que perjudicó a los asalariados y perceptores de rentas fijas. En vísperas de la guerra del salitre, el gobierno se sumó al carnaval monetario y garantizó los billetes bancarios a cambio de préstamos para resolver su déficit, convirtiéndolos en billetes fiscales. La vida de estos terminaría inmisericordemente en la posguerra, acabando a la vez con la riqueza de muchas familias.

Alejandro Salinas Sánchez, historiador peruano graduado en la Universidad Nacional de San Marcos e investigador en esa casa de estudios, da cuenta de ese tema. La historia monetaria no es un género muy cultivado en el país, por lo que este volumen constituye un significativo aporte al conocimiento de nuestro pasado económico y del impacto que este tuvo en la configuración de nuestra realidad nacional.

NUEVOS BILLETES PERUANOS

Seguridad en tus manos



Sienta los relieves

La marca de agua sólo se ve al trasluz.



Complete el número, sólo se ve al trasluz.



Vea el movimiento de las figuras dentro del hilo.

Vea el cambio de color, de cobre a verde.

Encuentre el número oculto.

Estos billetes circularán de manera simultánea con los actuales billetes.

TECNOLOGÍA





La libra Peruana de Oro

La Ley N° 4500 del 9 de marzo de 1922 creó el Banco de Reserva del Perú como organismo regulador del sistema crediticio, cuyo artículo 13° le otorgó el privilegio y responsabilidad exclusivos de emitir billetes. La misma Ley establece que, a su presentación, los billetes serían canjeados por libras peruanas de oro, siempre y cuando la situación financiera lo permitiera y ello fuera aprobado por el Directorio del Banco de Reserva.

El ejemplar que presentamos es uno de los primeros billetes emitidos por esta nueva institución. En el anverso se observa el nombre de la institución "Banco de Reserva del Perú" la denominación en números y letras, la fecha, firmas de las autoridades del Banco, la imagen principal de una dama portando un cesto con flores y la referencia al respaldo legal de la emisión: "De acuerdo con las disposiciones de la Ley N° 4500" y finalmente el nombre del fabricante.

En el reverso igualmente el rotulado de "Banco de Reserva", la denominación en número y letras, una alegoría a la minería y finalmente el nombre del fabricante.



MUSEO NUMISMÁTICO DEL PERÚ
Jirón Junín 781, Lima