



•••
ANÁLISIS

La recuperación de las garantías hipotecarias

•••
POLÍTICA SOCIAL

Programas de transferencias condicionadas

•••
CULTURAL

Empresas británicas en el Perú



TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO

SERIE NUMISMÁTICA RIQUEZA Y ORGULLO DEL PERÚ

El Banco Central de Reserva del Perú ha puesto en circulación la cuarta moneda de la Serie Numismática Riqueza y Orgullo del Perú, alusiva a las Chullpas de Sillustani. Estas monedas son de curso legal, circularán de forma simultánea con las actuales monedas de S/. 1,00 y sus características son las siguientes:

DENOMINACIÓN	S/. 1,00	CANTO	Estriado
ALEACIÓN	Alpaca	AÑO DE ACUÑACIÓN	2011
PESO	7,32g	EMISIÓN MÁXIMA	10 000 000
DIÁMETRO	25,50mm		



CHULLPAS DE SILLUSTANI

Las Chullpas de Sillustani son los restos de un santuario levantado por los Collas para guardar la memoria de sus antepasados. Están ubicadas en la planicie que rodea la laguna Umayo, a unos 35km. de Puno y 20km. del lago Titicaca. Las pruebas con el carbono 14 indican que datan del siglo XIV al XVI d.C.

Las Chullpas son torres altas, algunas con más de 12m. de altura, con criptas abovedadas en su interior donde se guardaban las momias de los jefes collas y sus acompañantes, junto a ofrendas funerarias. Tienen planta cuadrada como circular, con una pequeña puerta de acceso para el servicio de los muertos, y están cubiertas de una fina mampostería de piedras labradas, de estilo tradicional incaico, aunque algunas mantienen una arquitectura de aspecto más local, semejante a las chullpas que se encuentran en Cutimbo, Mallku Amaya y otros lugares del altiplano colla. Las chullpas más altas se asentaban en plataformas y tenían alrededor tumbas enterradas de quienes seguramente eran sus servidores. Estos numerosos monumentos funerarios estaban acompañados por otros recintos en forma de círculos, así como de terrazas y cercos destinados a ritos que se han perdido en la memoria.





Sumario

MONEDA

Marzo 2011



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

PRESIDENTE julio VELARDE FLORES /
VICEPRESIDENTE CARLOS RAFFO DASSO
/ **DIRECTORIO** BEATRIZ BOZA DIBOS, JOSÉ
ChLIMPER ACKERMAN, ALFONSO LÓPEZ ChAu
NAVA, MARTHA RODRÍGUEZ SALAS, ABEL SALINAS
izAGUIRRE, / **GERENTE GENERAL** RENZO
ROSSINI MIÑÁN / **EDITOR DE LA REVISTA**
JOSÉ ROCCA ESPINOZA.

CARÁTULA PATIO DE LA OFICINA CENTRAL DEL BCRP.
FOTO LUCERO CASTILLO.

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.
- dirigida por Miró Quesada 441-445, Lima.
Teléfono: 613 2061

-
- 4 DIFICULTADES PARA LA RECUPERACIÓN DE GARANTÍAS HIPOTECARIAS EN EL PERÚ**
GONZALO CHÁVEZ Y JORGE LLADÓ
Analizan los procesos de recuperación de las garantías hipotecarias en el Perú, dada su importancia para el desarrollo del sistema financiero.
-
- 9 ¿QUÉ EXPLICA LA EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO EN EL PERÚ?**
DONITA RODRÍGUEZ Y DIEGO WINKELRIED
Estudian los determinantes del tipo de cambio real de equilibrio en el país sobre la base del análisis de los episodios posteriores a la Crisis Rusa y a la Crisis *Subprime*.
-
- 15 SWAPS DE INCUMPLIMIENTO DE CRÉDITO (CREDIT DEFAULT SWAPS)**
ALBERTO HUMALA
Describe la operatividad y valorización de estos *swaps*. También analiza las estrategias de inversión y el uso de este tipo de instrumento como indicador de riesgo país.
-
- 19 ¿QUÉ SABEMOS SOBRE LOS PROGRAMAS DE TRANSFERENCIAS CONDICIONADAS? LECCIONES DE LA EXPERIENCIA**
JUDITH GUABLOCHE Y ALAN SÁNCHEZ
Estudian la naturaleza de los programas que suponen transferencias monetarias condicionadas a la población en pobreza como un mecanismo de inversión en capital humano.
-
- 24 VOLATILIDAD FINANCIERA Y RENTABILIDADES CAMBIARIAS Y BURSÁTILES EN EL PERÚ**
ALBERTO HUMALA, GABRIEL RODRÍGUEZ Y ANDRÉS HERRERA
Discuten los resultados de una evaluación dinámica de las rentabilidades en los mercados cambiarios y bursátiles.
-
- 28 TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS FLUCTUACIONES CAMBIARIAS EN EL BALANCE DEL BCRP**
PAUL CASTILLO Y JESÚS RAMÍREZ
Explican el rol que cumple el reajuste por valuación en la presentación de los estados financieros del BCRP.
-
- 30 LA OCN INSTRUMENTO EFICAZ DE LUCHA CONTRA LA FALSIFICACIÓN**
JUAN RAMÍREZ
Da a conocer la función y el accionar de la Oficina Central de Lucha Contra la Falsificación de Numerario en coordinación con los otros operadores de justicia.
-
- 35 LAS REFORMAS Y EL IMPACTO DE BASILEA III**
ALEX CONTRERAS Y ZENÓN QUISPE MISAICO
Presenta el último programa de reformas generadas por el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea orientadas a mejorar la capacidad del sistema financiero de absorber *shocks* en escenarios de estrés económico y financiero.
-
- 39 “EL PERÚ TIENE HOY UNA GRAN OPORTUNIDAD QUE APROVECHAR”**
DAVID RIVERA
Entrevista al gerente general del BCRP, quien comenta sobre el cambio que se está dando en las expectativas y afirma que hoy las probabilidades de recuperación de la economía mundial parecen más altas.
-
- 47 INDICADORES**
-
- 48 EMPRESARIOS, ESTADO Y EL JUEGO POLÍTICO EN EL PERÚ, 1850-1930**
LUIS FELIPE ZEGARRA
Comenta el reciente libro "Empresas británicas, economía y política en el Perú, 1850-1934" de Rory Miller, el cual representa una contribución significativa para la comprensión de nuestra historia económica y empresarial.
-
- 52 LIBROS Y CERTÁMENES**
-

Dificultades para la recuperación de Garantías Hipotecarias en el Perú

GONZALO CHÁVEZ* Y JORGE LLADÓ**

En el Perú, el proceso de recuperación de las garantías hipotecarias es largo y engorroso. Dada la importancia que ello tiene en el desarrollo del sistema financiero, es conveniente analizar las causas y proponer soluciones para una ejecución eficiente de las garantías hipotecarias.

* Especialista en Mercado de Capitales y Regulación del Sistema Financiero del BCRP.
gonzalo.chavez@bcrp.gob.pe

** Especialista Senior en Mercado de Capitales y Regulación del Sistema Financiero del BCRP.
jorge.llado@bcrp.gob.pe

La literatura exhibe dos posiciones acerca de la función de las garantías. De un lado, reducen las pérdidas derivadas del manejo deficiente de las asimetrías de información entre acreedores y deudores. Del otro, incentivan al acreedor a reducir sus exigencias en la evaluación del riesgo de crédito del deudor o de la inversión¹.

Para que la garantía desempeñe un rol positivo en la administración del riesgo de crédito, es necesario que el proceso de recuperación tenga las características siguientes:

- Sea eficiente, rápido y con costos justos.
- Sea conducido de manera justa y transparente.
- Concluya en resoluciones predecibles.
- Asegure el acceso a la justicia para todos los agentes.

Las entidades financieras cada vez que otorgan un préstamo cuantifican la pérdida esperada (*expected loss*) de éste ante un escenario de incumplimiento. Un proceso de recuperación de garantías lento e impredecible actúa negativamente sobre cada uno de los elementos que conforman la pérdida esperada, tal como lo muestra el Diagrama 1.

Ello porque antes de otorgar el crédito, las entidades financieras no pueden calcular con exactitud qué cliente cumplirá con sus pagos, quién buscará una solución extra judicial (en caso de incumplimiento) y quién llevará el caso a los tribunales. Por ello, el costo esperado de la recuperación de la garantía (determinado en función del plazo y costo del proceso judicial) es trasladado a sus clientes mediante una mayor tasa de interés, penalizando tanto a potenciales buenos pagadores como a los malos y limitando también el acceso al crédito hipotecario.

EL PROCESO DE RECUPERACIÓN JUDICIAL DE GARANTÍAS HIPOTECARIAS

En el Perú, la recuperación extra judicial de garantías hipotecarias sólo es posible si el crédito hipotecario está contenido en un título valor denominado Título de Crédito Hipotecario Negociable (TCHN)². Sin embargo, esta forma de crédito hipotecario no ha tenido mayor desarrollo en el sistema financiero por una serie de motivos, entre los que destaca la posible judicialización del proceso de ejecución de la garantía.

DIAGRAMA 1 ■ Efecto de un proceso de recuperación de garantías hipotecarias lento e impredecible

Ante el incumplimiento, la pérdida aumenta, debido a los costos y el tiempo que toma el proceso de ejecución de la garantía, lo que genera que la entidad del sistema financiero recupere sólo una parte del monto adeudado.

$$EL = PD \times LGD \times EAD$$

La probabilidad de incumplimiento aumenta.

Conscientes de la lentitud e incertidumbre del proceso, algunos prestatarios aprovechan para no pagar sus deudas y vivir tiempo gratis en una propiedad que dejará de ser suya.

Exposición ante el incumplimiento aumenta.

Se encarece la recuperación del crédito. Por ello, el prestatario solicita una cuota inicial más alta al deudor o canaliza los créditos a otros sectores con mayor certidumbre de recuperación.

Donde:

EL: Pérdida Esperada (*expected loss*)

PD: Probabilidad de incumplimiento (*probability of default*)

LGD: Pérdida dado el incumplimiento (*loss given default*)

EAD: Exposición ante el incumplimiento (*exposure after default*).

¹ Luy, Manuel y Alejandro Arrieta, Tiempo de Ejecución de garantías y su impacto en el Mercado Crediticio. 2001.

² El TChN es negociable mediante endoso y representa derechos de cobro de un crédito individual con garantía hipotecaria. Con el endoso, se transfiere tanto el derecho sobre el crédito como sobre la garantía real (hipoteca). Al momento de suscripción del contrato de crédito, el deudor debe autorizar que la garantía hipotecaria pueda ser convertida en un TChN a discreción de la entidad.

En caso de incumplimiento de pago de una deuda hipotecaria que no esté contenida en un TCHN y ante la imposibilidad del cliente de honrar su deuda, el banco coordina con el deudor la venta del inmueble y facilita la búsqueda de un comprador. Si no se alcanza un acuerdo entre las partes, se inicia el proceso de recuperación por la vía judicial.

El proceso de recuperación de garantías atraviesa seis etapas: Presentación y Admisión de la Demanda; Orden de Ejecución; Convocatoria a Remate; Remate; Adjudicación y Recuperación de Crédito; y Cobro de Honorarios.

Este proceso suele durar entre seis y 13 meses cuando el deudor no ejerce oposición y superar los 36 meses cuando el deudor efectúa una defensa mediana, que incluye apelaciones ante la instancia superior (Ver Diagrama 2).

Hay un tercer escenario, no mostrado en el diagrama, que se produce cuando el deudor efectúa una defensa malintencionada o fraudulenta. En este caso, el proceso suele durar más de cinco años.

El total de casos que va a la vía judicial se distribuye como sigue: entre el 10% y 15% de los casos,

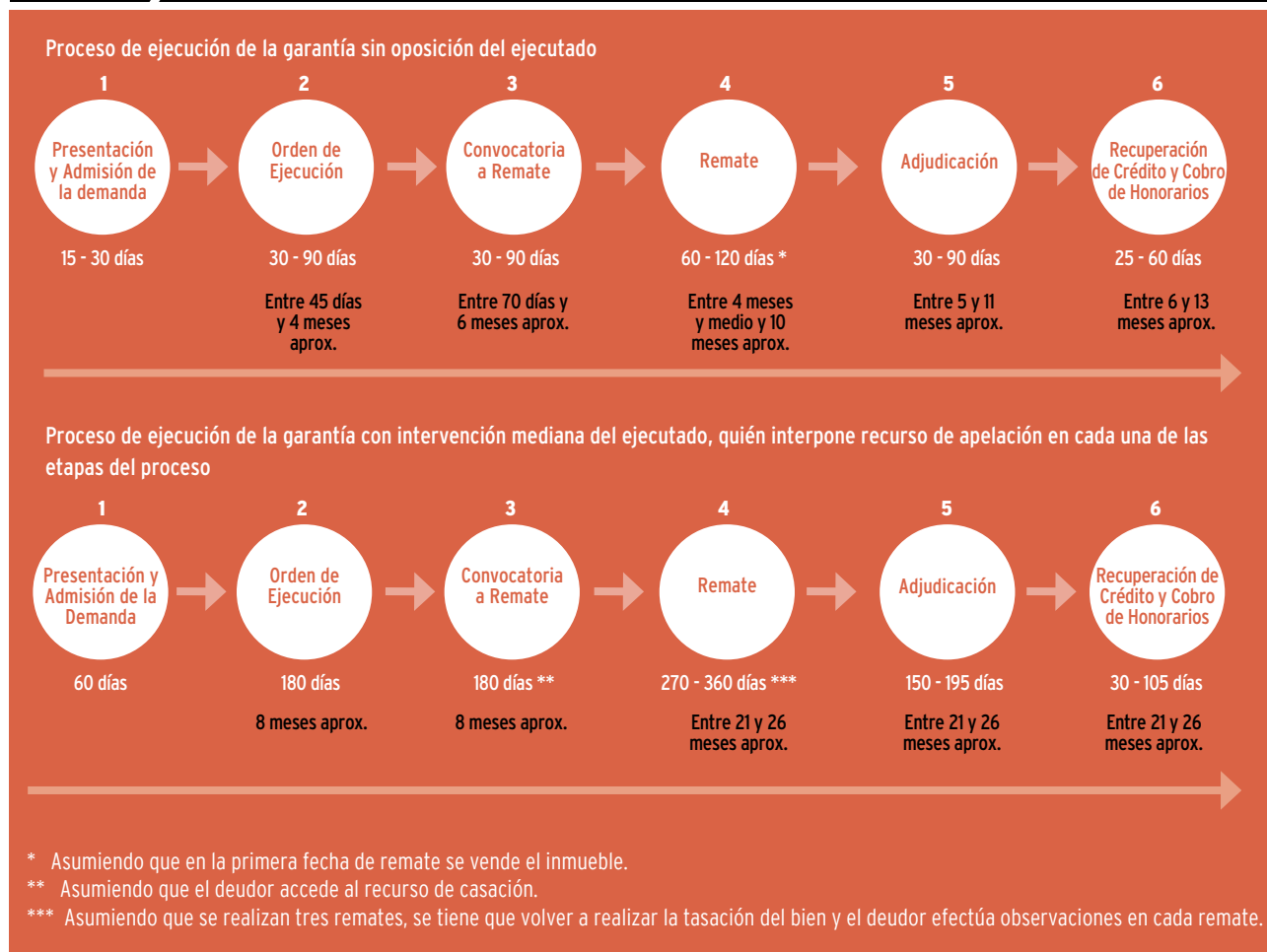
el deudor no ejerce oposición; entre el 50% y 60%, el deudor ejerce una defensa mediana; y entre el 30% y 40%, que efectúa una defensa malintencionada o fraudulenta.

En el Perú, el proceso de recuperación judicial de garantías hipotecarias y en general los procesos judiciales en materia civil son escritos, motivo por el cual las dudas o interrogantes que pudiera tener una de las partes y el mismo juez sólo pueden ser formuladas y resueltas por escrito, sin que ello garantice la efectiva comprensión del problema o de su solución. El único acto presencial, y por tanto oral, es el remate o subasta. Actualmente, sólo para los procesos penales aplican la oralidad y de manera parcial.

En cualquier fase del proceso es posible que las partes (acreedor y deudor) lleguen a un acuerdo extra judicial. Por este acuerdo, el deudor se compromete a pagar la deuda en un cierto plazo y bajo ciertas condiciones a cambio de que el acreedor desista de su demanda judicial.

En la práctica, los bancos inician el proceso de cobranza judicial cuando el crédito hipotecario supera los 120 días de incumplimiento de pago. A continuación, se explica cada etapa del proceso:

DIAGRAMA 2 | Etapas y duración del proceso de recuperación de garantías hipotecarias



• **Presentación y Admisión de la Demanda.**

El demandante presenta al juez los documentos señalados en el Código de Procedimientos Civiles: saldo deudor, certificado de gravamen obtenido de Registros Públicos, copia del testimonio del contrato de crédito y copia de la carta notarial enviada al demandado por el acreedor.

Esta etapa dura entre 15 y 30 días cuando el deudor no ejerce oposición y puede superar los 60 días si se ejerce una oposición mediana.

• **Orden de Ejecución**

El juez, en un plazo que fluctúa entre 30 y 90 días de admitida la demanda, emite la Orden de Remate. Si se efectuara apelación, el proceso se prolongaría en aproximadamente 90 días adicionales.

• **Convocatoria (Orden) a Remate**

El juez, en un plazo que fluctúa entre 25 y 60 días, verifica los datos del inmueble, la tasación y el precio base del remate. Cada uno de estos aspectos puede ser observado por la defensa del deudor, por lo que el plazo se puede extender en 120 días más.

• **Remate**

El martillero designado por el juez realiza el remate. Para ello, define la fecha y lugar del remate. Con esa información, el banco debe publicar un aviso de remate en el diario El Peruano y el secretario de juzgado debe efectuar el pegado del cartel en el inmueble.

El remate se realiza en la única sala disponible para los 17 juzgados comerciales de Lima. Los honorarios del martillero pueden llegar al 5% del precio de venta final del inmueble, siempre que el juez no le fije la remuneración.

El precio base del remate es 2/3 del valor del inmueble (tasación original). De declararse desierto el primer remate, se organiza un segundo remate con un precio base de 85% del precio base del primer remate. De declararse también desierto, se fija precio base para el tercer remate en 85% del precio base anterior. La organización de cada remate toma aproximadamente unos 60 días.

De no adjudicarse el bien en el tercer remate, el juez dispone una nueva tasación (aproximadamente, 180 días adicionales), luego de los cuales se realiza una nueva Convocatoria (Orden de Remate) y Remate.

• **Adjudicación**

Es realizada por el juez, una vez finalizado el remate. Al juez le toma de 20 a 30 días realizar la transferencia. Si se efectuaran apelaciones, el proceso podría extenderse entre 120 y 165 días adicionales.

• **Recuperación del Crédito y Cobro de Honorarios**

El juez ordena el endoso al banco del monto pagado en la adjudicación. El banco contabiliza la recuperación y paga los honorarios del estudio de abogados. Si el inmueble se encuentra ocupado, el adjudicatario debe solicitar al juez la orden de lanzamiento (desalojo) del inmueble. Esto genera un nuevo proceso que puede durar 105 días más, siempre que el acreedor haga un seguimiento insistente del caso, plazo que puede ser mucho mayor.

EVALUACIÓN DEL PROCESO DE RECUPERACIÓN

En el escenario en el que el demandado ejerce oposición, las etapas más largas corresponden a Orden de Ejecución, Remate y Adjudicación, por lo que conviene examinarlas en mayor profundidad.

La dilatada extensión de la Orden de Ejecución (aproximadamente 180 días, sin considerar los casos de oposición fraudulenta) se atribuye a cuatro factores:

- El exceso de carga procesal.
- La decisión judicial de una nueva tasación en caso el proceso se extienda por más de 12 meses.
- El uso de los recursos de casación o tercera instancia (Corte Suprema).
- El excesivo plazo (120 días) que tiene el perito designado por el juez para realizar la valuación del inmueble.

Estos plazos se extienden en los casos de oposición fraudulenta, utilizándose recursos como los cambios de domicilio del deudor, lo que retrasa el proceso de notificación de cada una de las resoluciones que envíe el juez³, la constitución de hipotecas fraudulentas o dueños “fantasmas” (esto es, las denominadas “tercerías”, con terceros vinculados al deudor), ello no despoja el derecho del acreedor sobre el inmueble, pero dilata el proceso y aumenta los costos del litigio y la utilización del sistema concursal para despojar garantías.

En la práctica, los jueces no sancionan a los abogados de los deudores que acrediten documentos falsos, lo cual obliga a la parte afectada a iniciarles un proceso penal.

El Remate puede llegar al año. Esta demora proviene de los factores siguientes:

- La demora del juez en la designación del martillero.
- En el caso de Lima, la existencia de una única sala de remate para los 17 juzgados comerciales existentes en el distrito judicial de Lima.
- Falta de capacidad resolutoria de los martilleros,

³ Por ejemplo, cuando el deudor señala un domicilio diferente al distrito judicial en el cual se está viendo la causa es necesario realizar un exhorto, es decir, que la notificación no puede ser enviada directamente al deudor sino que hay que enviarla a un juzgado del otro distrito judicial para que éste remita la notificación.

por lo que cualquier observación realizada en el remate debe ser remitida al juez y resuelta por éste.

- Presencia de mafias entre los concurrentes habituales a los remates.
- Apelaciones posteriores a los remates.
- La necesidad de una nueva tasación, si el bien no es adjudicado luego de tres remates.

En la Adjudicación, el tiempo de extensión se debe a lo siguiente:

- Actuación de dos autoridades con capacidades diferentes: martillero y juez.
- El auto de transferencia del inmueble es realizado por el juez, luego de unos 20 días de realizado el remate del inmueble.

CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIONES

Las mejoras que se efectúen en el proceso de recuperación de garantías deben ir orientadas a resolver el problema de la elevada carga procesal existente en los juzgados. La introducción de los juzgados comerciales constituyó una solución temporal, pero la sobrecarga a estos juzgados ocasionó lentitud en los procesos y se volvió a generar los problemas de congestión.

Algunas propuestas, para mejorar la administración de las garantías son:

- La reducción del plazo para la valuación del inmueble. Se propone poner un límite de 20 días para que el perito realice la valuación; y, establecer un límite de cinco días para que el perito designado acepte la designación, así como una multa en caso que se rehúse a efectuar una valuación más de tres veces en un año.
- El refuerzo de las atribuciones del encargado del remate. El principal problema es que el martillero no tiene capacidad de resolución de los problemas que surjan en el remate, por lo que sus decisiones pueden ser observadas, haciendo que el proceso vuelva al juez para que resuelva la observación. Un segundo problema radica en la falta de especialización del martillero. Un tercer problema está en que existen pocas salas disponibles para realizar el remate (en Lima, hay sólo una).
- La eliminación del precio base para los casos en que, luego de tres remates, el bien no haya sido adjudicado. En la actualidad, la legislación ordena que luego del tercer remate fallido, se realice una nueva tasación, y sobre esa base, se vuelva a realizar el remate. Este proceso resulta innecesario por los siguientes motivos:

- La tasación empleada en el momento del remate tiene una antigüedad menor a un año.
- Si el inmueble no pudo ser adjudicado luego de tres remates (al 48% de su valor inicial de tasación) es muy probable que existan

motivos ajenos a la tasación que impiden su adjudicación.

- La transferencia de la posesión del bien antes del remate. Si el inmueble se encuentra ocupado es necesario tramitar una orden de desalojo. Esto hace menos atractivo el remate. Para agilizar el proceso de remate, el juez podría conceder al acreedor la posesión temporal del inmueble, sólo con la finalidad de iniciar el trámite de desalojo. Producido el remate, el juez ordenará al acreedor que entregue el inmueble al adjudicatario. Adicionalmente, se recomienda que el juez dé conformidad al remate y adjudique el bien en un solo acto, eliminando con ello el periodo que actualmente toma la adjudicación del bien luego del remate.

Algunas medidas adicionales que se podrían implementar en el mediano plazo son:

- Promover una discusión sobre la conveniencia de introducir el juicio oral en el proceso de ejecución de las garantías.
- Promover el uso de los Títulos de Crédito Hipotecario Negociables (TCHN).

Finalmente, se observan también movimientos de reforma desde el mismo Poder Judicial, en donde se está promoviendo una Ley de Descongestión Judicial que comprenda: i) la digitalización de los expedientes judiciales y ii) el establecimiento de un año como término máximo para dictar sentencia; de lo contrario, el juez será pasible de una multa, y pérdida de empleo por reincidencia en tres ocasiones. Para que esto último sea posible, el juez debe contar con amplias facultades para rechazar excepciones o pruebas dilatorias. ■



El costo esperado de la recuperación de la garantía es trasladado a sus clientes mediante una mayor tasa de interés, penalizando tanto a potenciales buenos pagadores como a los malos y limitando también el acceso al crédito hipotecario



¿Qué explica la evolución del tipo de cambio real de equilibrio en el Perú?

DONITA RODRÍGUEZ* Y DIEGO WINKELRIED**

Al preguntarnos por los determinantes del tipo de cambio real de equilibrio en el país, analizamos los episodios posteriores a la Crisis Rusa y a la Crisis *Subprime* y encontramos que tanto la respuesta del equilibrio como la evolución de los fundamentos son notoriamente opuestas en ambos periodos de análisis.

* Analista senior, Modelos Macroeconómicos del BCRP.
donita.rodriguez@bcrp.gob.pe

** jefe del Departamento de Modelos Macroeconómicos del BCRP.
diego.winkelried@bcrp.gob.pe

La mayor parte de nosotros se encuentra familiarizada con el concepto de tipo de cambio que define el valor nominal relativo de dos monedas. Por ejemplo, la cantidad de nuevos soles que uno puede intercambiar por un dólar. El tipo de cambio real (TCR) es una noción similar que alude al intercambio en términos reales, es decir, en términos de los bienes (por ejemplo, camisas) que se pueden intercambiar, lo cual brinda una idea del precio relativo entre bienes producidos localmente y bienes extranjeros.

Para ilustrar el concepto TCR, considere el caso de una camisa que cuesta 15 nuevos soles en Perú, 20 dólares en Estados Unidos y un tipo de cambio nominal de tres soles por dólar. En este caso:

$$\text{TCR} = \frac{3 \text{ (soles/dólar)} \times 20 \text{ (dólares / camisa EE.UU.)}}{15 \text{ (soles/camisa Perú)}} = 4 \frac{\text{(camisa Perú)}}{\text{camisa EE.UU.}}$$

Así, a los precios vigentes pueden intercambiarse cuatro camisas peruanas por una camisa estadounidense. En este caso, un incremento (caída) del TCR de 4 a 5 (a 3), conlleva a una depreciación (apreciación) real: las camisas estadounidenses se vuelven relativamente más caras (baratas) y las nacionales relativamente más baratas (caras), dado que se necesitan más (menos) camisas peruanas para conseguir una camisa estadounidense. En ese sentido, incrementos en el TCR se interpretan como un indicio de que la economía doméstica se torna más competitiva frente al exterior: ahora es menos costoso aún producir camisas en el Perú que en Estados Unidos.

El TCR multilateral tiene una interpretación similar: es el precio relativo de una canasta de consumo de un grupo de países (usualmente los socios comerciales) expresada en nuevos soles, y de una canasta de bienes similares en el Perú. El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) calcula el índice de TCR multilateral con el uso de los índices de precios al consumidor de Lima Metropolitana, el índice de precios al consumidor de nuestros socios comerciales y el tipo de cambio nominal nuevos soles por canasta.

En vista de que el TCR multilateral constituye uno de los indicadores más relevantes de la competitividad de la economía doméstica frente a la economía global, su monitoreo es central y resulta ser una variable clave para el diseño de la política económica. Debido a este rol preponderante es válido indagar sobre cuáles serían los principales determinantes del TCR y cómo éstos afectan el valor real del nuevo sol. Surgen así las nociones de TCR de equilibrio y desalineamiento. El TCR observado en las estadísticas puede entenderse como la suma de un componente de mediano plazo (el

TCR de equilibrio) y un componente transitorio, de corto plazo (el desalineamiento del TCR).

En este artículo se presentan estimaciones del TCR de equilibrio bajo el enfoque BEER (por las siglas de *Behavioural Equilibrium Exchange Rate*). La idea del enfoque es entender al TCR de equilibrio como el componente del TCR observado que es explicado por la evolución de sus fundamentos, que son variables que cambian gradualmente en el mediano plazo. La diferencia entre el valor observado del tipo de cambio real y el equilibrio (el valor “predicho” por los fundamentos) se puede explicar por choques no anticipados que desvían transitoriamente al TCR de su valor de equilibrio y, por tanto, producen un desalineamiento.

Para ilustrar el alcance de estas estimaciones y la importancia de los fundamentos en explicar la evolución del TCR multilateral observado, se presta especial atención a dos episodios relativamente recientes caracterizados por turbulencia en los mercados financieros internacionales, pero en donde el TCR exhibe una dinámica opuesta.

El primer episodio comprende el período que se inicia en el tercer trimestre de 1998 y culmina en el primer trimestre de 2001, y recoge los efectos de la Crisis Rusa desatada en agosto de 1998. Esta crisis produjo una desaceleración del crecimiento mundial y pánico en los mercados internacionales, hechos que se reflejaron en una disminución de los términos de intercambio y una salida abrupta de capitales externos. Junto con otros factores internos, ello condujo a una recesión con efectos contractivos sobre el gasto público y la producción nacional. El TCR registró una depreciación cercana al 11 por ciento en este período.

El segundo episodio de estrés abarca desde el cuarto trimestre de 2007 hasta el segundo trimestre de 2010 y recoge los efectos de la crisis hipotecaria *subprime* que se inicia en agosto de 2007 y produce una recesión global en los años posteriores. A diferencia del episodio de 1998 a 2001, la economía peruana se compara favorablemente contra la economía global. En particular, se registra un importante influjo de capitales, ganancias de productividad del Perú respecto a sus socios comerciales y desdolarización del crédito. Además, los boyantes precios de las exportaciones peruanas facilitaron la implementación del Plan de Estímulo Fiscal que se tradujo en una extraordinaria expansión del gasto público. En esta ocasión, el TCR registró una apreciación de aproximadamente 12 por ciento.

FUNDAMENTOS

En la literatura existe cierto consenso sobre la elección de las variables fundamentales sobre la base de los distintos modelos teóricos (ver Gráfico 1 para un esquema). En este artículo, se consideran seis posibles fundamentos en la exploración empírica. La evolución de estas variables se muestra en el Gráfico 2, donde los períodos de estrés descritos líneas arriba corresponden a las áreas sombreadas. A saber,

- Pasivos externos netos: un mayor volumen de pasivos externos netos refleja típicamente el resultado del ingreso de capitales externos que buscan invertir en la economía doméstica, lo cual implicará mayores pagos hacia el extranjero en el futuro. Así, para no comprometer la sostenibilidad de la balanza de pagos, los países con flujos elevados de pasivos externos precisan generar un superávit comercial (incrementar sus exportaciones o disminuir sus importaciones), lo que requiere de una depreciación real.

El Gráfico 2(a) muestra la trayectoria de dos indicadores de la posición de liquidez inter-

nacional del país según dos metodologías de medición: la del BCRP y la del Fondo Monetario Internacional (FMI). Se aprecia que ambas medidas se encuentran fuertemente relacionadas y, en efecto, los resultados son robustos a la elección de estas medidas. Durante el episodio de la primera crisis, ambos indicadores registran un incremento considerable (esto es esencialmente el efecto de una fuga de capitales), de valores entre 30 y 42 (como porcentaje del PBI) hacia fines de 1998 a valores entre 43 y 50 a inicios de 2001. Por el contrario, durante la segunda crisis, los pasivos externos netos se reducen (como consecuencia de un importante flujo de capitales) durante la segunda crisis internacional. El ratio pasa de valores entre 25 y 29 a fines de 2007 a valores entre 23 y 28 en 2010.

- Términos de intercambio: en una economía primario exportadora, un incremento en los términos de intercambio se traduce en mayores ingresos, tanto privados como públicos, que tienden a aumentar la demanda agregada. Ello presiona al alza el precio de los

GRÁFICO 1 ■ Mecanismo de transmisión del efecto de los fundamentos en el TCR

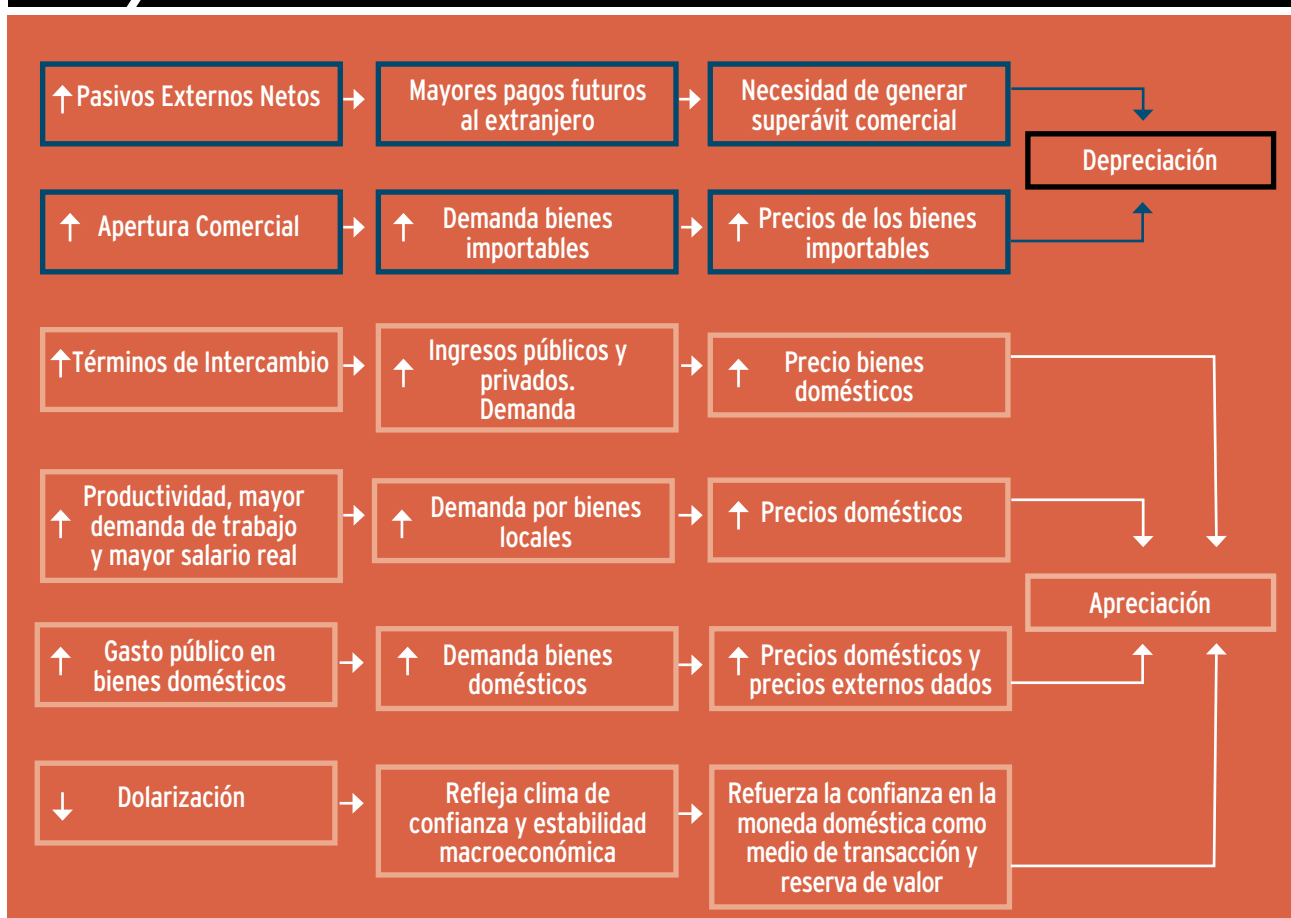
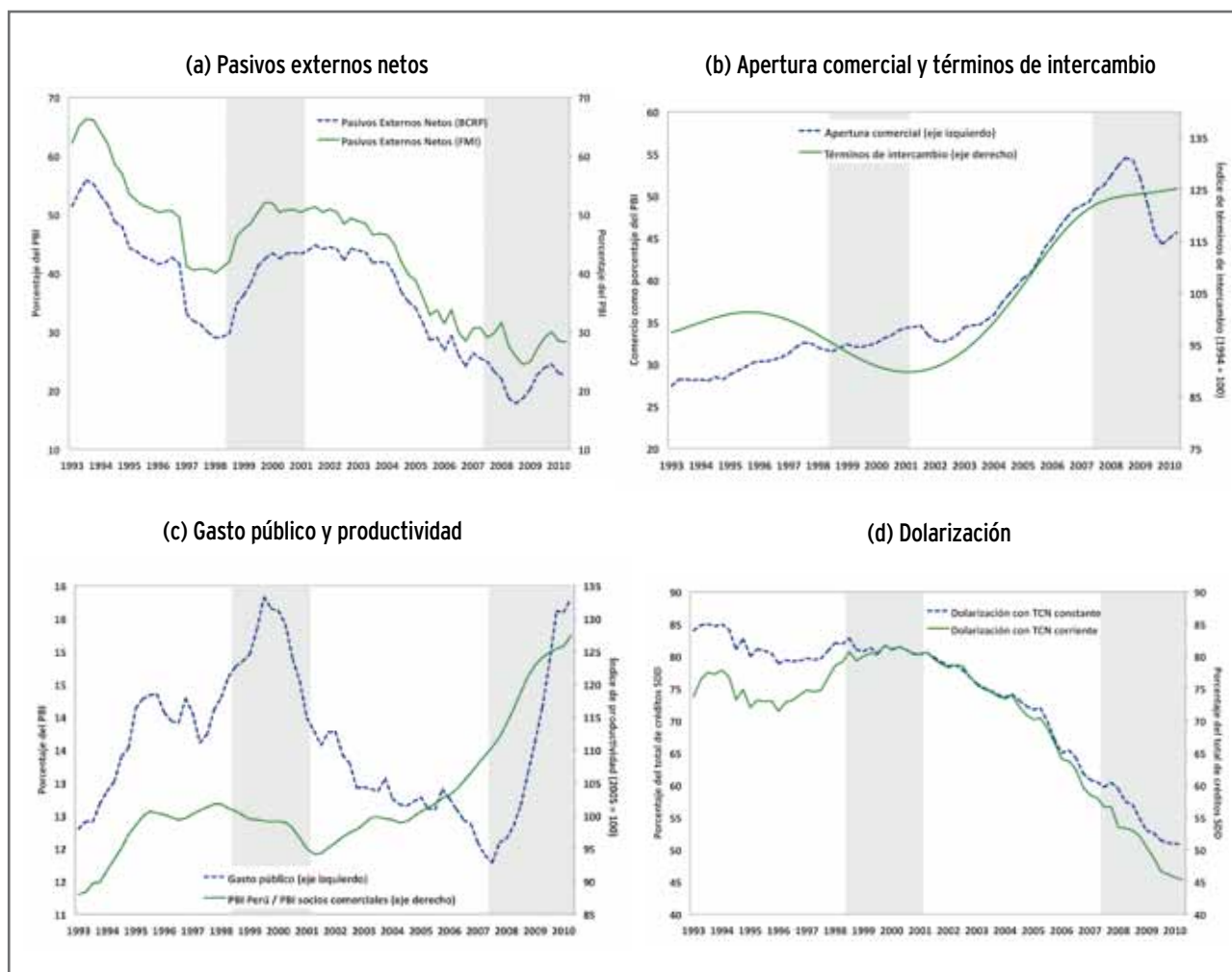


GRÁFICO 2 ■ Fundamentos del tipo de cambio real (1993-2010)



productos domésticos y, dados los precios de los bienes externos, se produce una apreciación real. En el Gráfico 2(b) se muestra la trayectoria de una medida tendencial que recoge la evolución a mediano plazo de los términos de intercambio. Se aprecia una reducción del orden del 7 por ciento durante el período comprendido entre mediados de 1998 e inicios de 2001, mientras que este indicador registra un incremento de alrededor de 3 por ciento entre 2007 y 2010.

- Apertura comercial: un incremento de la apertura comercial, por ejemplo debido a una reducción en los aranceles, genera un incremento en la demanda por bienes importables y por ende, una presión al alza sobre su precio. Dado que los precios de estos bienes se determinan en los mercados externos, se produciría una depreciación real. La historia de este fundamento se presenta en el Gráfico 2(b), donde se observa un incremento de alrededor de 8 por ciento de 1998 a 2001 y una marcada reducción

de cerca de 11 por ciento entre 2007 y 2010.

- Productividad relativa: una mejora en la productividad doméstica en relación a la de los socios comerciales conduciría a un aumento en la demanda de trabajo y por ende a mayores salarios reales retribuidos por la producción local. Los mayores salarios conducirían a un incremento en la demanda de bienes locales que, sujeto a los crecientes costos laborales, aumentaría los precios domésticos. Como resultado se daría una apreciación real. En el Gráfico 2(c) se aprecia una caída de este indicador de alrededor de 6 por ciento durante el período de 1998 a 2001. En contraste, el indicador se incrementa en cerca de 14 por ciento a partir de 2007.
- Gasto público: las compras del sector público típicamente se encuentran orientadas a bienes producidos dentro del país. Así, una expansión fiscal generaría presiones de demanda por estos bienes, aumentaría su precio y tendería a apreciar la moneda. El Gráfico 2(c) muestra la evolución del gasto fiscal como porcentaje del

PBI. Entre los años 1998 y 2001, este indicador registra una caída de alrededor de 5 por ciento, mientras que hacia el final de la muestra presenta un incremento extraordinario de cerca de 30 por ciento.

- **Dolarización:** la dolarización es un fenómeno que emerge por la falta de confianza en la moneda doméstica como medio transaccional y depósito de valor por parte de los agentes económicos. En una economía con elevados niveles de dolarización, un mayor clima de confianza y de estabilidad macroeconómica reforzaría la confianza en la moneda doméstica, lo cual fomenta que los agentes económicos prefieran, cada vez más, realizar sus transacciones y depósitos en la moneda local antes que en la moneda extranjera. La percepción favorable sobre el manejo económico reduciría los niveles de dolarización, dinámica que vendría acompañada de una apreciación real. En el Gráfico 2(d) se aprecia que este indicador se mantuvo estable durante el período de 1998 a 2001 (registra una ligera variación negativa de 1,4 por ciento), mientras que se reduce de 60 por ciento en 2007 a 51 por ciento en 2010.

RESULTADOS

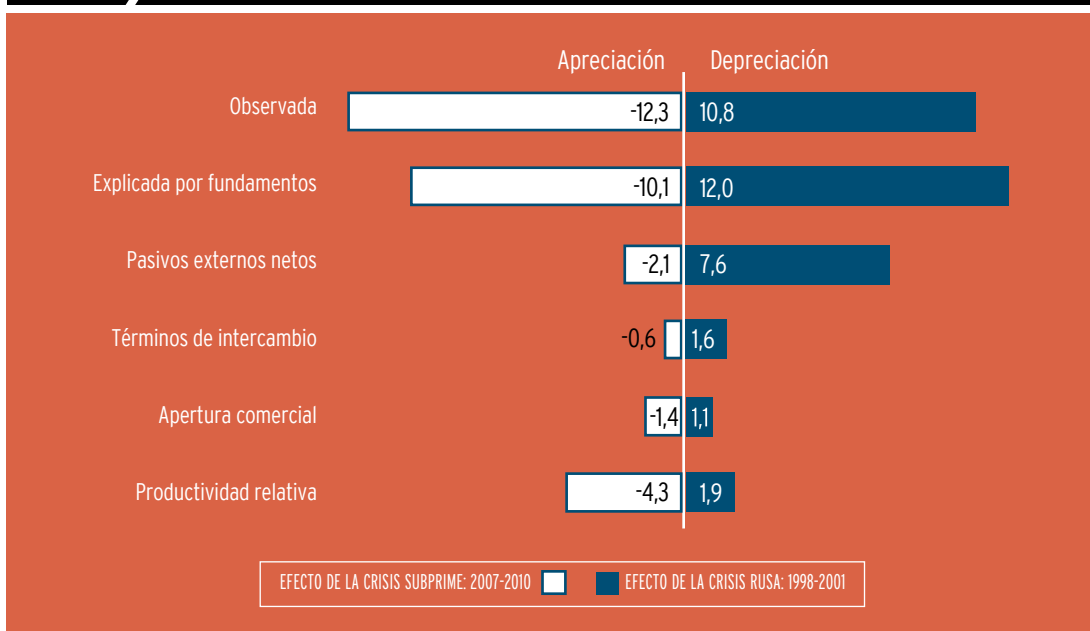
Es importante mencionar que la estimación del TCR de equilibrio está sujeta a mucha incertidumbre dado que no se conoce *a priori* cuáles son los fundamentos relevantes en la determinación del TCR. Para lidiar con esta incertidumbre, se sigue el enfoque de Rodríguez y Vega (2011), donde se estima un gran número de ecuaciones, se selecciona distintas combinaciones del conjunto de fundamentos que ingresan en una ecuación de regresión que explica el TCR multilateral, y la inferencia se basa sobre los resultados obtenidos de todos estos modelos. El número de ecuaciones estimadas es aproximadamente 550.

El Gráfico 3 presenta la evolución de los estimados del TCR de equilibrio, basados en los fundamentos y metodología arriba mencionados. Este gráfico presenta también la incertidumbre en torno a la estimación central, que comprende los valores de los percentiles 20 al 80 del total de ecuaciones estimadas. Estos percentiles definen una banda de valores entre los cuales el TCR de equilibrio podría ubicarse. Así, una banda más amplia indica una mayor incertidumbre sobre la posición del TCR de equilibrio en el período en cuestión. Se puede apreciar que, para la muestra utilizada (del primer trimestre de 1993 al segundo trimestre de

GRÁFICO 3 ■ Tipo de cambio real observado (Dic 2001=100), tipo de cambio real de equilibrio (explicado por fundamentos e incertidumbre)



GRÁFICO 4 ■ Contribuciones de los fundamentos a la variación porcentual del tipo de cambio real: Crisis Rusa y Crisis *Subprime*



2010), las variaciones en el TCR observado han respondido a movimientos en sus fundamentos, rescatadas en el TCR de equilibrio. Del mismo modo, no se observan desalineamientos del TCR significativos ni muy persistentes, la mayor parte de ellos se corrige en el lapso de un año.

El lado derecho del Gráfico 4 muestra la contribución de los fundamentos a la depreciación real acumulada del TCR de 10,8 por ciento luego de la Crisis Rusa de 1998. Se aprecia que cambios en los fundamentos tras la crisis predicen una depreciación ligeramente mayor, 12,0 por ciento. Destacan el incremento de los pasivos externos netos y en menor medida la evolución de la productividad del Perú relativa a sus socios comerciales y la dinámica de los términos de intercambio. En este periodo, el incremento de los pasivos externos netos se debe a la marcada salida de capitales externos como producto del pánico entonces vigente en los mercados internacionales. Asimismo, la desaceleración de la economía mundial contribuyó a una reducción de los términos de intercambio, generando así un efecto ingreso negativo en el Perú y presionando al alza al TCR. Finalmente, la economía doméstica entra en una recesión, más pronunciada que la desaceleración experimentada por nuestros socios comerciales, por lo que se verifica un retroceso en

términos de productividad que contribuye con una depreciación real aún mayor.

Por su parte, el lado izquierdo del Gráfico 4 muestra la contribución de los fundamentos a la apreciación real acumulada del TCR de 12,3 por ciento luego de la Crisis *Subprime* de 2007. De forma similar, la mayor parte de esta evolución (10,1 por ciento) se explica por la dinámica de las variables fundamentales. Destacan los efectos apreciatorios de las ganancias de productividad del Perú registradas recientemente, aunque también son significativas la contribución de las reducciones en los pasivos externos netos, en la apertura comercial y en la dolarización del crédito.

En conclusión, ambas experiencias de crisis internacionales muestran la mayor importancia relativa de los pasivos externos netos, la productividad, los términos de intercambio y la apertura comercial en la explicación de la evolución del TCR de equilibrio. Además no se observan desalineamientos significativos del TCR multilateral con respecto a su nivel de equilibrio estimado. Ello podría ser el resultado de intervenciones cambiarias orientadas a reducir la volatilidad extrema del tipo de cambio nominal en el corto plazo, pero subordinadas a las tendencias impuestas por los fundamentos del TCR. ■

REFERENCIAS

- Banco Central de Reserva del Perú (2006), Memoria.
- Rodríguez, Donita y Marco Vega, (2011), "Equilibrium real Exchange rate: Tackling Uncertainty in the United Kingdom", Banco Central de Reserva del Perú, Documento de Trabajo N° 5.
- Lane, P. y G. M. Milesi-Ferreti (2007), "The external wealth nations Mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2007", IMF Working paper 06/69.

Swaps de incumplimiento de CRÉDITO (Credit Default Swaps)

ALBERTO HUMALA*

Los *swaps* de incumplimiento de crédito o CDS por sus siglas en inglés (*Credit Default Swaps*) son instrumentos derivados que proporcionan cobertura contra el riesgo de incumplimiento del emisor de un bono o deuda. El comprador del CDS obtiene el derecho a vender el bono a su valor nominal. El vendedor del CDS acuerda comprar el bono en caso ocurra el incumplimiento. Los pagos entre las partes contratantes son, entonces, condicionales a la solvencia crediticia del emisor del bono, por lo que el precio del CDS refleja la percepción de mercado sobre esta solvencia.

* Especialista en investigación Económica del BCRP.
alberto.humala@bcrp.gob.pe

Aunque como resultado de la crisis financiera global el mercado de CDS se redujo 47 por ciento entre junio de 2008 y junio de 2010, aún representa el 5 por ciento del total del mercado de derivados *Over-The-Counter* (OTC), con unos US\$ 30 billones de dólares en valor nominal (ver Cuadro 1)¹. Los CDS se transan bilateralmente en estos mercados OTC usualmente bajo los estándares establecidos por ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). A pesar que el uso irrestricto de los CDS ha sido cuestionado por el riesgo sistémico que pueden generar, la mayoría de países no tiene regulación prudencial explícita respecto a estos instrumentos.

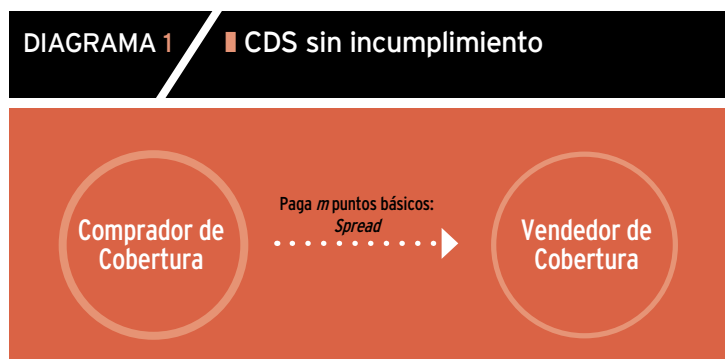
CUADRO 1 ■ Valor Nominal en Mercados OTC de Derivados y CDS

	Junio 2008		Junio 2010		Var. % 2010 / 2008
	Bill. uS\$	Part. %	Bill. uS\$	Part. %	
Total OTC	672,6	100,0	582,7	100,0	-13,4
CDS	57,4	8,5	30,3	5,3	-47,3

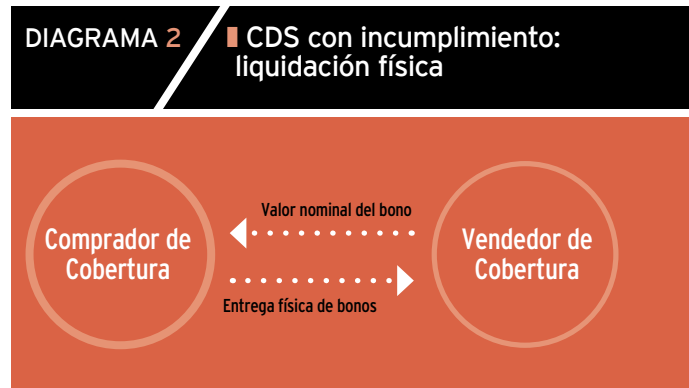
FUENTE: BIS QUARTERLY REVIEW, DICIEMBRE 2010.

OPERATIVIDAD DE LOS CDS

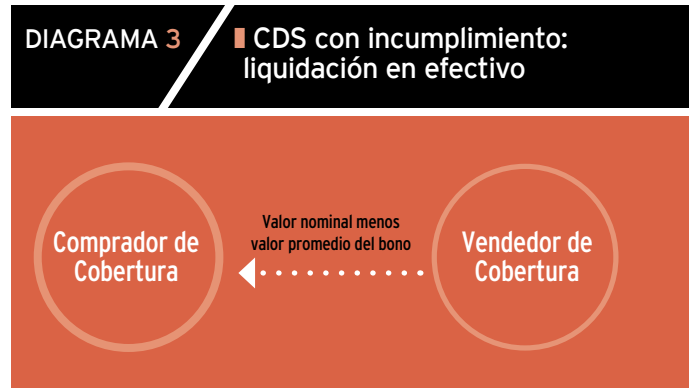
El emisor del bono es la entidad de referencia y el valor nominal del bono es el principal nominal del CDS. El inversionista que compra un CDS adquiere el derecho a recibir el valor nominal del bono (o instrumento de referencia) en caso ocurra el incumplimiento (o evento de crédito). Por esta cobertura que obtiene sobre el bono de referencia, el comprador se compromete a pagar al vendedor del CDS un porcentaje del principal nominal durante la vigencia del contrato. Este pago constituye el costo o precio de la cobertura y se le conoce como el *spread* del CDS (ver Diagrama 1). Se expresa como puntos básicos anuales sobre el valor nominal.² Operativamente, el *spread* se paga en cuotas trimestrales en la modalidad de devengado.



Ante un incumplimiento del emisor del bono, el vendedor del CDS compensa al comprador de la cobertura por la pérdida del valor nominal del bono y recibe a cambio el bono físico (ver Diagrama 2). El inversionista que posee la cobertura elige qué tipo de bono de mercado específico entregará para liquidar el contrato.



Alternativamente, el vendedor del CDS entregará al comprador la diferencia entre el valor nominal del bono y su valor promedio (demanda y oferta) de mercado (ver Diagrama 3). En cualquier modalidad de liquidación del contrato, el comprador del CDS requiere pagar el *spread* devengado final antes de recibir la compensación de la cobertura.



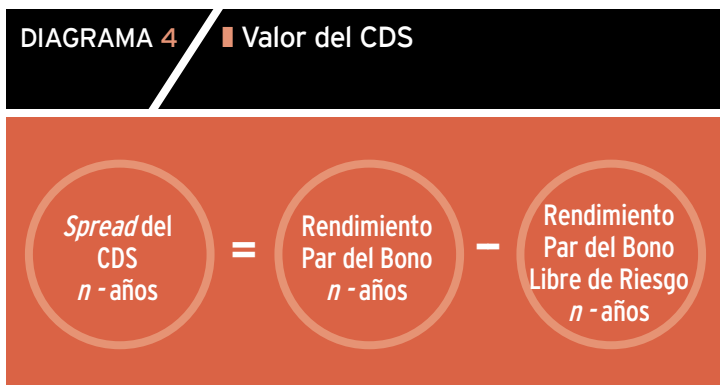
El instrumento de referencia puede ser un bono privado (corporativo) o público (soberano). Cuando se trata de bonos corporativos, el evento de crédito que activa el seguro incluye el incumplimiento en los pagos, la reestructuración de la deuda o la quiebra del emisor. En los bonos soberanos se considera además los repudios (el gobierno emisor no desea realizar los pagos), moratorias y aceleraciones (adelantos en los pagos o rescate).

VALORIZACIÓN DEL CDS

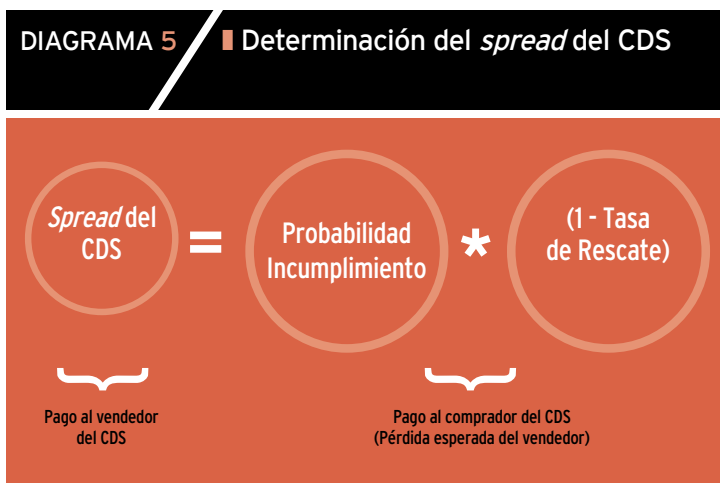
El CDS tiene valor para quien lo adquiere porque otorga una cobertura del riesgo crediticio tal

¹ El valor nominal corresponde al valor de referencia del bono sobre el cual se establece las condiciones de pago del CDS.
² un punto básico representa 0,01 por ciento.

que el rendimiento del inversionista disminuye en el *spread* del CDS y asemeja el retorno de un bono libre de riesgo. El *spread* debe ser, entonces, equivalente a la diferencia entre el retorno par del bono de referencia y el retorno par de un bono libre de riesgo de igual vencimiento, pero distinto emisor (ver Diagrama 4). Así, el *spread* del CDS representa el riesgo crediticio del emisor de referencia.



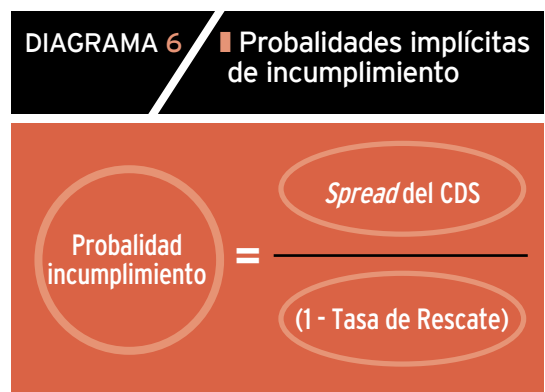
Al inicio del contrato, el *spread* del CDS es tal que el valor esperado de los pagos al vendedor lo compensa exactamente por su pérdida esperada en caso ocurra el incumplimiento (el pago al comprador del CDS). Así, el *spread* del CDS es condicional al evento de crédito y para determinarlo requiere precisar la probabilidad de incumplimiento del emisor³ y la tasa de rescate del bono⁴ (ver Diagrama 5).



Por ejemplo, con una probabilidad de incumplimiento de 2 por ciento y una tasa de rescate de 40 por ciento, el *spread* se obtiene del producto de 0,02 por 0,6. Es decir, el *spread* sería 0,012 o 120 puntos básicos. Este cálculo sencillo asume que el pago del *spread* y el evento de crédito ocurren al mismo tiempo, de forma

que la tasa libre de riesgo para descontar los pagos es igual en ambos lados de la expresión (no hace diferencia en el cálculo)⁵. Sin embargo, la determinación del *spread* es usualmente más compleja al incluir múltiples períodos posibles para el evento de crédito.

Teóricamente, el *spread* se calcula en base a las estimaciones de probabilidad (incondicionales) de incumplimiento de la entidad de referencia. En la práctica, estas probabilidades se calculan implícitamente con los *spreads* de mercado de los CDS más transados (ver Diagrama 6). Las probabilidades implícitas en los CDS resultan así consistentes con la neutralidad al riesgo asumida en los modelos de



valuación. La tasa de rescate es, por lo general, un valor que se asume constante para los cálculos.⁶

SPREAD DEL CDS COMO INDICADOR DE RIESGO PAÍS

Si se trata de un bono soberano, el *spread* del CDS es un indicador del riesgo crediticio del país emisor del bono. Mientras mayor sea el *spread* del CDS, mayor la percepción que el país emisor incumplirá sus condiciones. El riesgo país basado en los diferenciales de retornos entre bonos soberanos debe ser teóricamente similar al *spread* del CDS (ver Diagrama 7). Nótese que el bono soberano y el CDS transan sobre el mismo riesgo crediticio, pero en mercados diferentes.

En el Gráfico 1, se muestra el *spread* del CDS a cinco años frente al *spread* Embi (un índice representativo de varios vencimientos) y se aprecia, efectivamente, similar evolución para ambos indicadores de riesgo país. Sin embargo, se distancian en algunos períodos por distintas condiciones de liquidez o diversos objetivos de los inversionistas en cada mercado.

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN CON CDS

Al proporcionar una compensación a la pérdida de valor de un bono ante el incumplimiento de

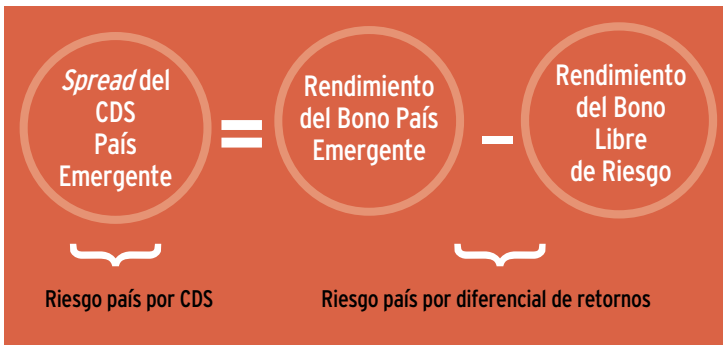
³ Los diversos bonos de la entidad de referencia se asume que tienen igual probabilidad de incumplimiento que el emisor.

⁴ Definida como el valor de mercado que tiene el bono inmediatamente después del incumplimiento. Se expresa como un porcentaje del valor nominal del bono.

⁵ Ejemplo tomado de Hull, John (2009), introducción a los mercados de futuros y opciones.

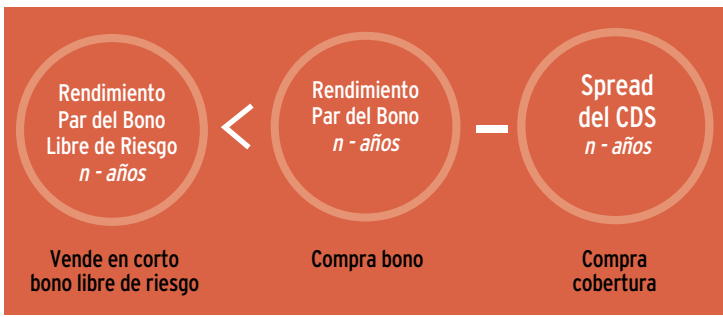
⁶ En los CDS soberanos de Bloomberg, por ejemplo, se asume una tasa de rescate de 25 por ciento.

DIAGRAMA 7 | Distintos indicadores del riesgo país



pago de su emisor, el CDS es naturalmente utilizado como un instrumento de cobertura de este riesgo crediticio. Se asume que el inversionista que adquiere el CDS posee el bono de referencia y acepta reducir su rendimiento a fin de tener una cobertura apropiada.

DIAGRAMA 8 | Arbitraje si CDS subvaluado



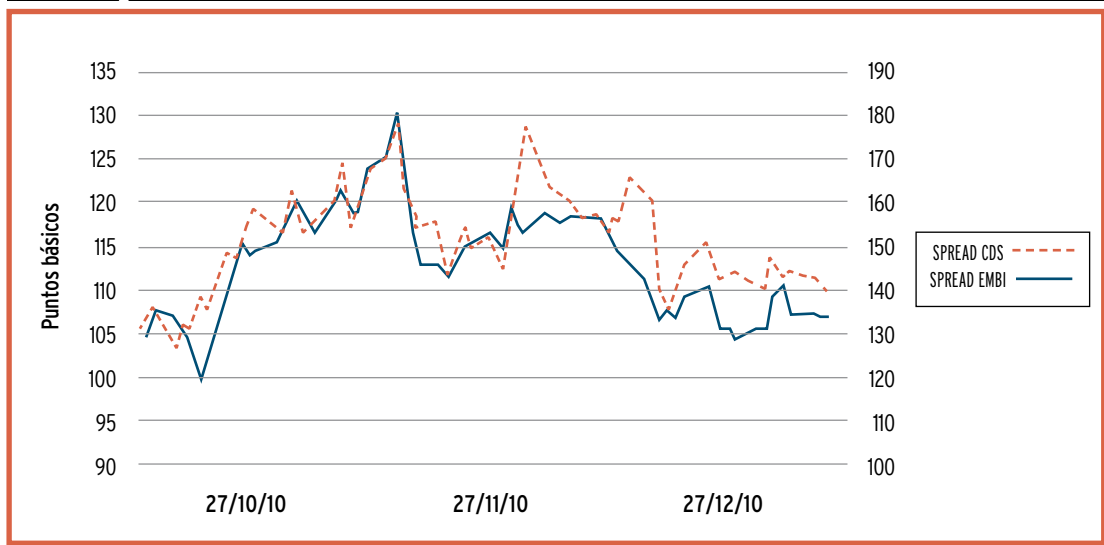
En la práctica, los inversionistas no requieren poseer títulos de la entidad de referencia para adquirir o vender CDS sino que especulan sobre el prestigio del emisor (un país, por ejemplo). Si compran la cobertura sin poseer el bono de referencia y hay un evento de crédito, el beneficio puede ser considerable⁷.

Un tercer uso de CDS, aparte de la cobertura y especulación, es cuando los inversionistas perciben discrepancias entre el *spread* del CDS y el riesgo efectivo del emisor. Las operaciones de mercado que estas diferencias generan deben conducir el *spread* del CDS a su valor correspondiente al riesgo crediticio del emisor por arbitraje.

En particular, si el *spread* del CDS efectivo es menor que su valor de mercado supuesto (el riesgo crediticio del emisor), un inversionista podría ganar más que la tasa libre de riesgo al comprar el bono corporativo más la cobertura (ver Diagrama 8). En tanto que si el *spread* es mayor, el inversionista puede obtener una tasa de interés más baja que la libre de riesgo si vende en corto el bono y ofrece el CDS.

Práctica común en los mercados de CDS es que el inversionista que vende la protección a un cliente contra el impago de un bono, demandará en el mercado a su vez protección para su posición (la eventualidad de tener que comprar los bonos). Por lo que el volumen de CDS es sustancialmente mayor a la deuda subyacente nominal de los bonos involucrados. La mayor parte de transacciones se refieren a montos entre US\$ 10 y 20 millones de dólares. Aproximadamente el 70 por ciento del mercado (a junio de 2010) correspondía a vencimientos entre 1 y 5 años.

GRÁFICO 1 | Indicadores Riesgo País del Perú



⁷ Sin embargo, aquellos con posiciones especulativas pueden tener que conseguir los bonos para liquidar el contrato.

¿Qué sabemos sobre los programas de transferencias condicionadas?

LECCIONES DE LA EXPERIENCIA

JUDITH GUABLOCHE* Y ALAN SÁNCHEZ**

Los programas de transferencias condicionadas representan en la actualidad una de las principales acciones de política social de los países pobres para mejorar los niveles de salud y educación, principalmente de los niños.

* j efa del Departamento de Políticas Sociales y Regionales del BCRP.
judith.guabloche@bcrp.gob.pe

** Especialista en investigación Económica del BCRP.
alan.sanchez@bcrp.gob.pe

El crecimiento económico sostenido es el principal motor para la reducción de la pobreza. Sin embargo, la persistencia de altos niveles de pobreza en ciertos sectores de la población y las desigualdades en la acumulación de capital humano demandan políticas sociales complementarias que coadyuven a mejorar estos aspectos en el corto plazo. Uno de los instrumentos utilizados actualmente son las transferencias monetarias condicionadas a la población en pobreza. En este artículo se discute los resultados obtenidos por este tipo de programas durante los últimos años en indicadores de capital humano en distintos países de América Latina y se hace un análisis de las implicancias de estos resultados.

¿QUÉ SON LOS PTC?

Los Programas de Transferencias Monetarias Condicionadas (PTC), reconocidos internacionalmente como la vanguardia de los programas de protección social, están destinados al alivio de la pobreza actual así como a la inversión en capital humano¹ (educación, salud y nutrición), con el objetivo de reducir la pobreza intergeneracional. El Estado otorga transferencias de dinero a hogares clasificados como pobres a cambio de que la familia beneficiaria cumpla con ciertas condiciones como la asistencia de los niños a la escuela y a los establecimientos de salud. Ello es consistente con la literatura que establece que las inversiones en edad temprana tienen retornos en el mercado laboral² y las realizadas en este periodo son difíciles de sustituir en periodos posteriores³; la mayor parte de las condicionalidades están enfocadas a asegurar el desarrollo adecuado de los niños menores de cinco años.

Los PTC han adquirido gran popularidad en la última década debido al éxito de sus resultados en distintos países, en particular en México a través del programa Oportunidades (antes Progresá). Junto con *Bolsa Escola* (Brasil)⁴, Oportunidades ha servido de modelo, con algunas variantes, para la implementación de PTC en países como Perú, Colombia, Ecuador, Chile, y Jamaica. Otras experiencias tempranas de PTC incluyen a Honduras y Nicaragua. De acuerdo al Banco Mundial⁵, actualmente los PTC son parte de la política social de alrededor de 40 países en desarrollo localizados en los cinco continentes.

Los PTC constituyen una nueva forma de contrato social, al estar presente, en su diseño e implementación, el principio de responsabilidad compartida entre los ciudadanos y el Estado. De

esta manera, los PTC no son considerados simplemente como asistencia social, sino como un esfuerzo compartido por mejorar la situación de pobreza.

A diferencia de la práctica tradicional, las evaluaciones de impacto están presentes en la mayoría de los PTC y esta cultura de evaluación se está difundiendo hacia otros programas sociales. Asimismo, el levantamiento de información y el desarrollo de sistemas de focalización son más avanzados y técnicamente mejor estructurados que el resto de programas sociales. Todo este conjunto de técnicas han dado a los PTC una mayor legitimidad social.

JUSTIFICACIÓN DE LOS PTC

Los PTC pretenden ser una respuesta a los argumentos de la ausencia de efectividad y eficiencia en los programas sociales sin condicionalidad (manejo ineficiente de recursos públicos, altas tasas de filtración y sub-cobertura, etc.). La condicionalidad de estos programas, inicialmente cuestionada por imponer restricciones en las opciones del individuo que suelen estar asociados a ineficiencias, es justificada en la literatura por la existencia de problemas de información, diferencias tanto en las preferencias como en el



Los PTC
son instrumentos
que buscan aliviar la
pobreza actual y
reducir la pobreza
intergeneracional



¹ El concepto de capital humano, desarrollado por Gary Becker (1964), hace referencia a un conjunto de capacidades productivas que el individuo adquiere a lo largo de su vida.

² véase, por ejemplo, Cunha y otros (2006) y Alderman y otros (2006).

³ véase Cunha y otros (2006) y Grantham-McGregor y otros (2007).

⁴ Posteriormente absorbido por la *Bolsa Familia*.

⁵ vakis (2011).

poder de negociación de los miembros del hogar e inconsistencia temporal⁶ en los patrones de gasto del hogar. Asimismo, desde el punto de vista agregado, los PTC pueden verse como un subsidio para alcanzar el óptimo social de inversión en capital humano debido a las externalidades que estas inversiones generan⁷.

CARACTERÍSTICAS DE LOS PTC

Los PTC varían de país en país en términos de las condiciones de elegibilidad⁸, las condicionalidades establecidas y el tamaño de las transferencias. Sin embargo, la mayoría de programas de la región tienen ciertos elementos en común. Por el lado de las condicionalidades, en el caso de niños menores de cinco años, éstas se relacionan al monitoreo de la salud y del estado nutricional (chequeos médicos, control del desarrollo y crecimiento), particularmente de aquellos entre 0 y 3 años y de las madres gestantes⁹. Asimismo, los programas tienen reglas sobre la obligatoriedad de la asistencia escolar y niveles mínimos de asistencia escolar para niños y jóvenes¹⁰. Por el lado de los beneficios monetarios, en algunos casos el monto de las transferencias es fijo; en otros casos, el pago se realiza en función al número, edad y grado educativo cursado por los niños y jóvenes beneficiados. En el caso de México, el PTC incluye un componente nutricional (en especies) para niños menores de dos años y madres gestantes o en edad de lactancia. Otros programas han incluido beneficios no monetarios en algunas de sus etapas. En México y Brasil, los padres deben asistir a charlas informativas sobre salud y nutrición infantil.

EXPERIENCIAS INTERNACIONALES

¿Qué es lo que se sabe sobre el impacto de los PTC en América Latina? Más allá de la reducción de los niveles de pobreza actual, este artículo se enfoca en su impacto en la acumulación de capital humano. Por un lado, el cumplimiento de las condicionalidades no es obvio, debido al costo de oportunidad de los hogares unido a la dificultad de monitorear su cumplimiento a gran escala. Por otro lado, las condicionalidades son finalmente objetivos intermedios. En el mediano plazo, el objetivo es

tener un impacto sobre el estado nutricional y el logro académico y cognitivo de los niños y jóvenes beneficiados, lo que a su vez tendría un impacto sobre sus resultados en el mercado laboral.

La evidencia más detallada del impacto de los PTC proviene de la experiencia del componente rural del programa Oportunidades de México. Esto debido tanto a la antigüedad de dicho programa (1997) como a la aplicación de un diseño experimental¹¹ desde su inicio¹². Al respecto, diversos estudios encontraron que el programa tuvo efectos positivos sobre la asistencia a controles de salud y a monitoreos de desarrollo y crecimiento del niño. Asimismo, se encontraron efectos positivos sobre las tasas de matrícula y de asistencia escolar, con resultado heterogéneo según el rango de edades. Una síntesis de todos estos resultados puede encontrarse en Parker y otros (2008).

Por el lado de los resultados finales, una serie de estudios coinciden en señalar mejoras de corto plazo en el estado nutricional de los niños beneficiados¹³. Los resultados se refieren a incrementos en talla promedio de alrededor de un centímetro en niños de dos a tres años de edad¹⁴. La literatura especializada sugiere que este resultado, si bien de corto plazo, puede tener efectos positivos en el largo plazo debido a la relación causal entre nutrición temprana y formación de habilidades y a la relación entre éstas y la productividad en el mercado laboral (véase, por ejemplo, Alderman y otros (2006)).

Así pues, Oportunidades habría tenido éxito sobre las variables objetivo y sobre el estado nutricional. ¿Estos resultados significaron un mayor logro académico y cognitivo? Aquí existen, por lo menos, dos grupos de beneficiarios que deben ser diferenciados: (a) aquellos que estaban en edad escolar al inicio del programa; y, (b) aquellos beneficiados durante la infancia temprana (incentivo monetario durante el periodo crítico del crecimiento, acceso al componente nutricional y a los controles y monitoreos de salud y nutrición del programa). Como se señala en el párrafo anterior, el segundo grupo podría alcanzar un mayor logro en materia educativa debido a los retornos de la nutrición temprana.

⁶ La inconsistencia temporal se relaciona a problemas de auto-control de los individuos. Esto significa que, en ocasiones, en el corto plazo los individuos suelen actuar de manera inconsistente con su comportamiento óptimo de largo plazo.

⁷ Sin embargo, la literatura señala que el tamaño de estas externalidades debiera ser grande, debido a que en muchos países estos servicios públicos son universales y se entregan sin mayor cargo.

⁸ La definición operativa de pobreza a nivel de la comunidad y del hogar varía de país en país.

⁹ Nótese que, aunque el incremento en el gasto de alimentos se considera deseable, usualmente no es incluido como condicionalidad, debido al alto costo de monitoreo.

¹⁰ La excepción es Chile, donde las condicionalidades se definen para cada familia, previa evaluación.

¹¹ Diseño experimental se refiere a la naturaleza aleatoria de la selección del grupo que recibe el beneficio (grupo de tratamiento). La elección aleatoria del grupo de tratamiento (y por ende del grupo de control, es decir, aquel que no recibe el beneficio) reduce la evaluación del impacto de dicho beneficio (en este caso, acceso al PTC) al comparar si existen diferencias estadísticamente significativas en los resultados de ambos grupos.

¹² Aunque eventualmente todas las comunidades consideradas elegibles fueron beneficiadas, las comunidades que recibieron inicialmente el beneficio fueron escogidas al azar, lo que permitió utilizarlas en una etapa posterior del proyecto (18 meses después) como grupo de comparación para evaluar efectos de corto plazo.

¹³ Recuérdese que, a diferencia de otros programas, Oportunidades incluye un componente nutricional.

¹⁴ Durante los primeros años de vida, la talla-por-edad (expresada como desviación de la talla-por-edad del niño saludable promedio) se considera un indicador del historial nutricional del niño.

CUADRO 1 ■ América Latina: Programas de Transferencias Condicionadas

País	Programa	Año de inicio	Presupuesto (porcentaje del PIB)
Brasil	Bolsa Familia	2003	0,7
Colombia	Familias en Acción	2001	0,6
Chile	Chile Solidario	2002	0,1
Ecuador	Bono de Desarrollo humano	2003	0,9
honduras	Programa de Asignación Familiar	1998	0,2
México	Oportunidades (Progresa)	1997	0,1
Paraguay	Tekopora/PROPAIS ii	2005-6	0,1
Perú	j untos	2005	0,3

* FUENTE: BANCO MUNDIAL, INSTITUTOS DE ESTADÍSTICA, PTCs DE CADA PAÍS.

Respecto a los niños favorecidos en edad escolar, se encontraron mejoras significativas en términos de años de educación acumulados más no en logro cognitivo medido por pruebas estandarizadas en las áreas de matemática, lectura y escritura (Behrman, Parker y Todd (2007)). Por su parte, en el grupo de niños beneficiados a edad temprana se han detectado mejoras en la progresión escolar (menor edad al momento de la matrícula en el primer año de colegio y menores tasas de repetición) y en años de educación (Behrman, Parker y Todd (2005)), aunque en este caso los resultados se consideran parciales pues estos niños aún se encuentran en una etapa temprana del periodo escolar. No existe aún una evaluación cognitiva para este grupo. Cabe destacar que la evidencia sobre estas variables de mediano plazo no es experimental, pues para evaluaciones del programa Oportunidades posteriores al año 2000, todos los niños y jóvenes en hogares elegibles habían sido beneficiados por el programa, variando solamente el tiempo de exposición al mismo¹⁵.

¿La evidencia de otros programas va en la misma línea de lo encontrado para el caso mexicano? Programas con un diseño similar (experimental) se implementaron en Ecuador (Bono de Desarrollo Humano), Honduras (Programa de Asignación Familiar) y en escala piloto en Nicaragua (Red de Protección Social)¹⁶. En el caso de Brasil (Bolsa Familia), Chile (Chile Solidario), Colombia (Familias en Acción) y Perú (Juntos) los progra-

mas no fueron diseñados para ser evaluados ex profeso con lo que la evidencia existente se basa en el uso de técnicas de evaluación no experimental¹⁷ (ver Cuadro 1). Estudios recientes han buscado sintetizar los resultados de estas evaluaciones, entre ellos Fiszbein y otros (2009) y Parker y otros (2008). Si bien es difícil comparar PTC de distintos países debido a diferencias en el diseño y en los déficits iniciales de cada país¹⁸, cabe destacar que la mayor parte de la evidencia obtenida es consistente con lo observado en México. Es decir, por lo general los PTC tienen un impacto sobre tasas de matrícula y asistencia escolar y monitoreos de salud, así como sobre el estado nutricional de niños menores de cinco años. En el caso del Perú, Perova y Vakis (2009) encuentran, respecto al Programa Juntos, que existe un incremento en la atención médica (en 22 puntos porcentuales), en la cobertura de vacunas (en siete puntos porcentuales) y en los controles de salud (en 37 puntos porcentuales) en los niños beneficiarios respecto a los no beneficiarios; lo mismo ocurre con la matrícula escolar, ésta es mayor en los niños beneficiarios del programa.

La evidencia internacional de impacto en logro académico y/o cognitivo es escasa debido al poco tiempo que estos programas se vienen implementando. Una excepción es Ecuador, donde existen dos evaluaciones del impacto en logro cognitivo del programa Bono de Desarrollo Humano en niños menores de seis años (Schady y Araujo,

¹⁵ Para crear un grupo de control en este caso, en 2003 se encuestó a hogares potencialmente elegibles en comunidades similares en sus características observables a las comunidades escogidas para el programa Progresa en 1997.

¹⁶ Actualmente descontinuado.

¹⁷ Por ejemplo, comparando hogares que cumplen marginalmente la regla de elegibilidad (ligeramente por encima de la línea de pobreza o del índice de elegibilidad del programa) con aquellos que no la cumplen marginalmente (ligeramente por debajo de la línea de pobreza).

¹⁸ Es decir, los PTC difieren en la magnitud de los incentivos monetarios y en el tipo de condicionalidades y es posible que sus efectos varíen también de acuerdo a las condiciones iniciales en las variables objetivos de cada país (por ejemplo, en el caso de educación, según el nivel de matrícula observado previo al periodo de implementación).

2008) y Ponce y Bedi (2008)), ambas realizadas aproximadamente un año después el inicio del programa. En ambos casos, los resultados iniciales son poco alentadores, al no encontrarse efectos significativos en promedio. Sin embargo, un punto a destacar es que Schady y Araujo encuentran un impacto del programa sobre variables que a su vez pueden tener un efecto sobre logro cognitivo en el mediano plazo¹⁹. Asimismo, estos estudios aún no pueden estimar el impacto cognitivo y académico del programa de aquellos que fueron beneficiados durante todo el periodo de la infancia temprana.

REFLEXIONES FINALES

La evidencia internacional muestra que los PTC han tenido un claro efecto positivo sobre las condicionalidades relativas al incremento de la matrícula y asistencia escolar así como al acceso a los controles de salud y monitoreo del desarrollo y nutrición del niño. También se ha observado un impacto positivo sobre nutrición temprana. Por otro lado, aunque existe poca evidencia del impacto de los PTC en el logro académico y cognitivo de los beneficiarios, debido al poco tiempo de implementación de estos programas, los resultados de Ecuador y México sugieren que habría poco impacto en logro cognitivo para aquellos que sólo fueron beneficiados durante la edad escolar. Se espera que el impacto sea importante para aquellos beneficiados por los PTC desde la infancia temprana debido a la existencia de un vínculo causal entre nutrición temprana y la formación de habilidades cognitivas; sin embargo, este tipo de evidencia aún no se ha generado.

Los PTC se concentran en crear incentivos adecuados para la inversión en capital humano por parte de las familias. Es decir, intervienen el lado de la demanda. Sin embargo, es importante mencionar los problemas de oferta existentes en estos países que limitan el potencial de estos programas. Los servicios públicos de educación y salud son generalmente de baja calidad y tienen serias carencias. Para que los PTC logren resultados efectivos en términos de acumulación de capital humano, los servicios públicos a los cuales acceden los beneficiarios deben ofrecer servicios de calidad.

Por ejemplo, en lo referente a educación, una iniciativa reciente que busca influir sobre factores de demanda y oferta a la vez, es el Programa ALI (*Aligning Learning Incentives*) desarrollado en México. Este programa busca elevar el desempeño en el área de matemática de los estudiantes de secundaria a través de la entrega de incentivos tanto a alumnos como a maes-

tros. Para la evaluación de los mecanismos se diseñaron varias alternativas de transferencia monetaria basadas en las mejoras alcanzadas, las que se evaluaron de manera experimental. Los resultados preliminares encuentran que el diseño que entregó incentivos a todos los actores del proceso educativo (estudiantes, docentes y directores) tuvo los mayores impactos en el desempeño de los estudiantes. Esto sugiere que los programas que atacan factores de oferta y demanda de manera integral pueden llevar a mejores desempeños.

Por último, cabe precisar que si bien los PTC constituyen políticas públicas consistentes y validadas con alta legitimidad social, existen aspectos cruciales que permitirán introducir mejoras en el diseño e implementación y en el logro de objetivos. Temas como la sostenibilidad de los programas, los mecanismos que eviten injerencias políticas, las estrategias de salida que posibiliten ingresos suficientes y sostenibles, la sistematización de información para conocer cambios de comportamiento en los beneficiarios, entre otros, están en el debate actualmente y constituyen sin duda desafíos significativos. ■

BIBLIOGRAFÍA

- Alderman, Harold, John Hoddinott, y Bill Kinsey, 2006. "Long term consequences of early childhood malnutrition," *Oxford Economic Papers*, July, 58 (3), 450-474.
- Behrman, Jere R., Susan Parker y Petra Todd, 2004. "Medium-Term Effects of the Oportunidades Program Package, including Nutrition, on Education of Rural Children Age 0-8 in 1997," Technical Document N° 9 on the Evaluation of Oportunidades.
- Behrman, Jere R., Susan Parker y Petra Todd, 2007. "Do School Subsidy Programs Generate Lasting Benefits? A Five-Year Follow-Up of Oportunidades Participants," universidad de Pennsylvania, mimeo.
- Cunha, Flavio, James Heckman y Lance Lochner, 2007. "Interpreting the Evidence on Life Cycle Skill Formation," *handbook of the Economics of Education*, Elsevier.
- Fiszbein, Ariel y Norbert Schady, 2009. "Conditional cash transfers: reducing present and future poverty," *World Bank Policy Research Report*, The World Bank.
- Grantham-McGregor, Sally, Yin Cheung, Santiago Cueto, Paul Glewwe, Linda Richter y Barbara Strupp, 2007, "Developmental potential in the first 5 years for children in developing countries," *The Lancet*, 369 (9555), 60-70.
- Parker, Susan, Luis Rubalcava y Graciela Teruel, 2008. "Evaluating Conditional Schooling and Health Programs," *handbook of Development Economics*, Elsevier.
- Paxson, Christina y Norbert Schady, 2010. "Does Money Matter? The Effects of Cash Transfers on Child Development in Rural Ecuador," *Economic Development and Cultural Change*, university of Chicago Press, vol. 59(1), pages 187-229, October.
- Perova, Elizaveta y Renos Vakis, 2009. "Welfare impacts of the "Juntos" Program in Peru: Evidence from a non-experimental evaluation", The World Bank, mimeo.
- Ponce, Juan y Arjun Bedi, 2008. "The Impact of a Cash Transfer Program on Cognitive Achievement: The Bono de Desarrollo Humano de Ecuador," *IZA Discussion Papers* 3658, institute for the Study of Labor (IZA).
- Schady, Norbert y María Araujo, 2008. "Cash Transfers, Conditions, and School Enrollment in Ecuador". *Economía* 8 (2): 43-70.
- Vakis, Renos, 2011. Conferencia Balance y perspectivas de impacto de Programa Juntos. "Resultados de la Evaluación del Programa Juntos". Banco Mundial, 2011.

¹⁹ Mejora en pruebas de memoria de largo plazo.

Volatilidad Financiera y Rentabilidades Cambiarias y Bursátiles en el PERÚ*

ALBERTO HUMALA** GABRIEL RODRÍGUEZ***
Y ANDRÉS HERRERA****

La volatilidad en los mercados cambiarios y bursátiles usualmente aumenta con la incertidumbre macrofinanciera.

La dinámica de los precios en estos mercados revela información muy valiosa sobre las características estadísticas de sus rentabilidades (aproximadas por las variaciones en los precios).

** Especialista en investigación Económica del BCRP.
alberto.humala@bcrp.gob.pe

*** Profesor de la Pontificia universidad Católica del Perú.

**** Asistente de investigación; Pontificia universidad Católica del Perú.

* Sobre la base del Documento de Trabajo BCRP, humala y Rodríguez (2010) "Some stylized facts of returns in the foreign exchange and stock markets in Peru".

Existe una extensa literatura aplicada que muestra que los precios en mercados cambiarios y bursátiles presentan ciertas características importantes que deben ser consideradas para, por ejemplo, tomar decisiones de portafolio más eficientes. Es relevante documentar estas características en la medida que suelen diferir de lo que usualmente se representa en los modelos teóricos de finanzas.

El estudio de Humala y Rodríguez (2010) encuentra algunos patrones de comportamiento para la rentabilidad cambiaria y bursátil en Perú similares a los encontrados para mercados financieros más desarrollados.¹ Sin embargo, se identifican también algunas peculiaridades importantes respecto a la volatilidad de nuestros mercados financieros y su vínculo a las crisis financieras o eventos macroeconómicos relevantes.

Los datos empleados en el análisis corresponden a las variaciones del tipo de cambio y a las variaciones del índice bursátil en los períodos 1997 - 2009 y 1994 - 2009, respectivamente. Para el mercado cambiario se utilizó el tipo de cambio bancario (compra y venta) y el tipo de cambio interbancario (compra y venta), ambos obtenidos de la base de datos del Banco Central.² Los índices bursátiles empleados son el índice general (IGBVL) y el índice selectivo (ISBVL) de la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Se analizó la información en frecuencia diaria, semanal y mensual. Las dinámicas de las rentabilidades resultaron cualitativamente similares para las distintas frecuencias, por lo que se reporta solo lo observado en los datos diarios. En el Gráfico 1 se muestra las

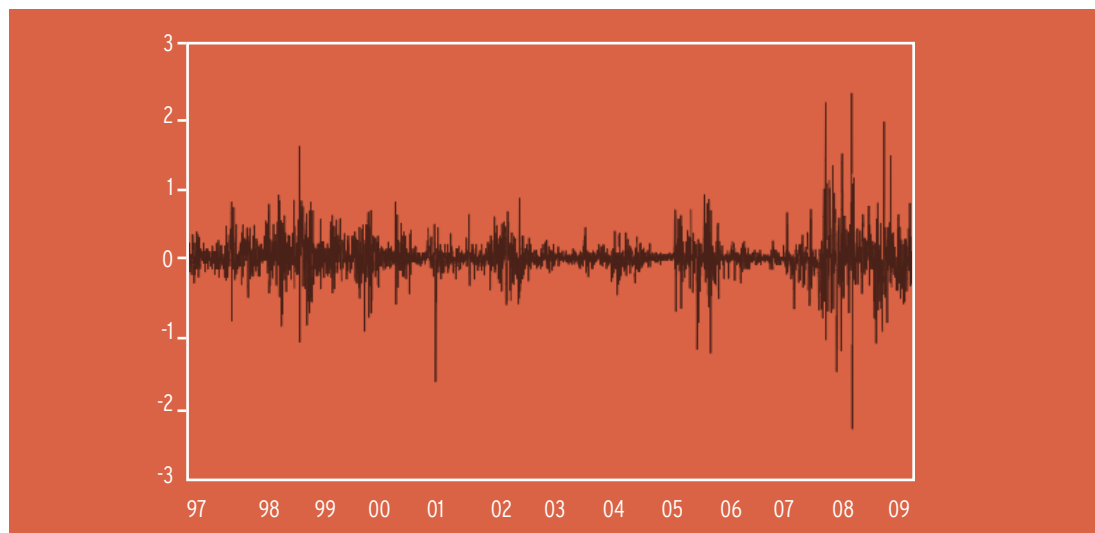
variaciones porcentuales del tipo de cambio bancario compra y en el Gráfico 2 las variaciones del IGBVL.

El tamaño del mercado cambiario peruano correspondió a unos US\$ 22 mil millones transados por la banca a fines de 2009. Este monto mensual de operaciones cambiarias representó alrededor del 60 por ciento del saldo total de créditos al sector privado de un sistema financiero cuya dolarización fue de 46 por ciento ese año. Por otra parte, a fines de 2009, la Bolsa de Valores de Lima alcanzó una capitalización de mercado de S/. 310 mil millones, aproximadamente el 81 por ciento del producto bruto interno de ese año.

A continuación se describen las características principales de las rentabilidades financieras en estos dos mercados en el Perú y se precisan las diferencias con lo esperado teóricamente. Dado que la evolución de un precio financiero es aleatoria y que su valor futuro no se puede pronosticar con precisión, se utilizan términos relacionados a la estadística y probabilidad para analizar sus características.

Una primera característica es que las variaciones grandes, sean positivas o negativas, ocurren con mayor frecuencia de lo que se supone teóricamente. Es decir, que la posibilidad de tener fuertes ganancias o grandes pérdidas son mayores que las que corresponderían a una distribución normal.³ En términos de análisis de portafolio, esto quiere decir que con frecuencia se subestima el riesgo de los activos financieros pues se asume un comportamiento menos volátil del que realmente tienen. Esta característica de mayor presencia de variaciones extremas

GRÁFICO 1 ■ Rentabilidad Cambiaria Diaria (en porcentajes)

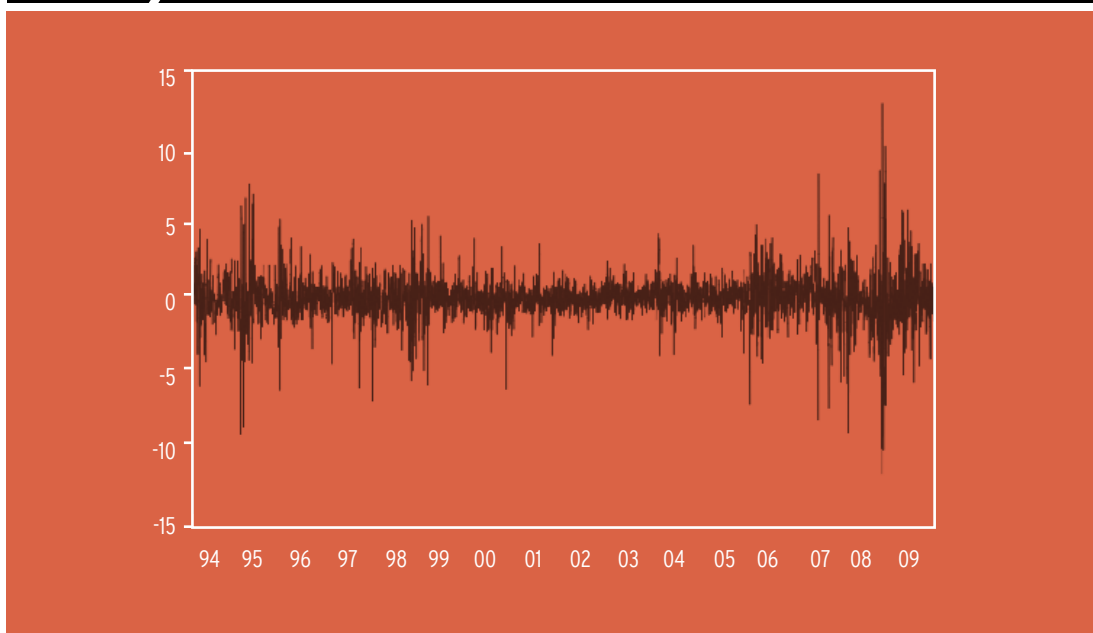


¹ véase, por ejemplo, Franses y van Dijk (2000), "Non-linear time series models in empirical finance", que reportan hechos estilizados en los mercados cambiarios y bursátiles de un conjunto de países desarrollados.

² Disponible en www.bcrp.gob.pe/estadísticas.

³ En este tipo de distribución estadística, el promedio y la varianza describen al conjunto de datos observados, pues el sesgo o asimetría es nulo (igual probabilidad de datos mayores y menores al promedio) y la mayor parte de los datos están concentrados alrededor del promedio.

GRÁFICO 2 ■ Rentabilidad Bursátil Diaria (en porcentajes)



que la obtenida de una distribución normal se asocia al excesivo empinamiento de la distribución de probabilidades de la serie en estudio (la curtosis de la distribución). Efectivamente, en todas las series analizadas, cambiarias y bursátiles, se encontraron valores de curtosis elevados.

Para el caso de los datos bursátiles, una segunda característica encontrada es que las rentabilidades negativas extremas tienen una mayor posibilidad de ocurrencia que las positivas. Esta propiedad se conoce como el sesgo negativo en la distribución de los datos y es usual en las rentabilidades bursátiles. En una distribución normal no existe este sesgo y, por lo tanto, las probabilidades de ganancias o pérdidas son iguales. En el caso de las rentabilidades cambiarias, la existencia de este sesgo es relativa pues depende de la definición que se adopte para el tipo de cambio (soles por dólar o dólares por sol).

Se supone que las rentabilidades financieras en cada período son independientes de las rentabilidades en períodos previos. Por lo general, esta característica se vincula al hecho que los resultados de las inversiones son impredecibles y no es factible deducir un patrón de comportamiento que pueda servir para obtener ganancias extraordinarias. Es decir, si el mercado financiero es eficiente, no hay posibilidad de generar regularmente ganancias extraordinarias. En el caso peruano, las pruebas sobre el período de análisis total (1994 – 2009) muestran evidencia de que esto no sería así y que sí existiría una relación entre las rentabilidades cambiarias y bursátiles y sus respectivos valores previos. Sin embargo, un análisis de los datos en períodos más reducidos, pero suficientemente prolongados para reflejar comportamientos de mercado (un

año, por ejemplo), sugiere que esta correlación en las rentabilidades no es significativa.

Otro hecho regular en los mercados financieros es que las rentabilidades extremas ocurren en aglomeraciones o secuencias compactas. En otras palabras, es usual que grandes variaciones (positivas o negativas) en el tipo de cambio o en el índice bursátil sean seguidas por otras variaciones similares, mientras que los cambios menores sean seguidos por movimientos leves. Esto implica que la variabilidad (varianza) de las rentabilidades no es constante sino cambiante en el tiempo. En la práctica se observa que períodos de inestabilidad financiera y alta volatilidad en las rentabilidades persisten por varios períodos hasta que aparece uno de relativa calma. Esta característica se verifica para el caso peruano con los datos analizados. Lo más relevante, sin embargo, es que estos períodos de aglomeración encontrados estarían asociados fundamentalmente a crisis financieras internacionales o locales.

Las propiedades mencionadas, se verificaron inicialmente para toda la muestra disponible de datos con la estimación de indicadores estadísticos para las rentabilidades. Así, se estimó el promedio de las rentabilidades en cada mercado, su volatilidad, el sesgo y la curtosis. Sin embargo, para evaluar si estas características se presentan también en períodos distintos, estos indicadores estadísticos fueron estimados de manera dinámica (en muestras móviles de un año). Este análisis dinámico no sólo verifica las características señaladas anteriormente sino que, además, permite identificar ciclos en el comportamiento de las rentabilidades cambiarias y bursátiles asociados a episodios de volatilidad extrema en estos mercados. Estos períodos corres-

ponderían a circunstancias macroeconómicas de mayor inestabilidad.

Véase, por ejemplo, el Gráfico 3 con la evolución del promedio diario de rentabilidades del tipo de cambio bancario (compra) y del IGBVL. Nótese que los valores extremos cambiarios (en el eje izquierdo) son menores que los valores extremos bursátiles (en el eje derecho). Claramente, los promedios en ambos mercados son variantes en el tiempo y han mostrado una dinámica distinta entre ambos mercados. Sin embargo, en los dos mercados los efectos de la crisis financiera iniciada el 2007 han sido los más intensos en toda la muestra bajo estudio.

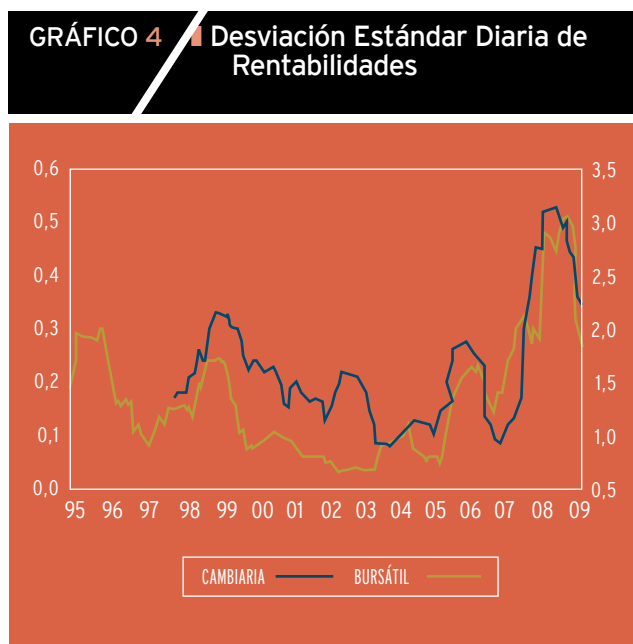
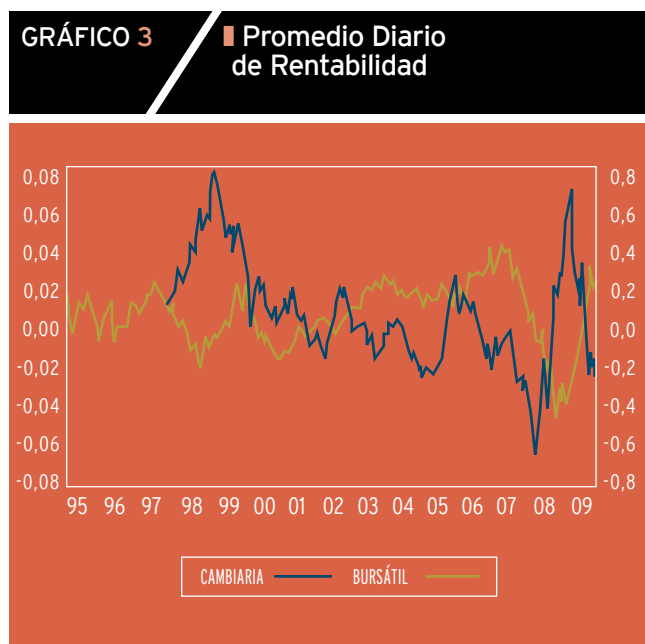
En el caso del mercado cambiario, las máximas rentabilidades diarias se dieron a inicios de 1999 y de 2009. El siguiente promedio cambiario más alto se presentó a inicios de 2006, aunque a un considerable menor valor. Nótese que a pesar del movimiento cíclico, se aprecia una cierta tendencia a la disminución del retorno diario cambiario durante la mayor parte de la muestra que, sin embargo, se ve interrumpido por los efectos de la crisis financiera internacional de 2007-2009. La caída más profunda de este promedio durante el primer semestre de 2008 es luego seguida por un crecimiento extraordinario durante el resto de ese año e inicios de 2009, para luego volver a caer hacia fines de este año.

Los retornos bursátiles promedios alcanzaron su máximo en la segunda parte de 2007, justo antes del inicio de la reciente crisis financiera global. Previamente había alcanzado máximos en 1997, antes de la crisis del Sudeste Asiático de ese año y hacia finales de 1999. Desde el 2001 hasta el 2007, se aprecia una clara tendencia creciente en los retornos promedio bursátiles que fue interrumpida abruptamente por la crisis internacional que empezó a

fines de 2007. La caída a raíz de esta crisis es la más profunda y prolongada de todo el período de análisis, pero parece haberse revertido hasta recuperar los niveles promedio previos a ella.

A pesar de estas diferencias en el comportamiento dinámico de los retornos promedios entre los mercados cambiario y bursátil, la volatilidad en estos mercados sí sigue patrones similares, en particular durante aquellos períodos de mayor incertidumbre financiera y macroeconómica (véase el Gráfico 4). En ambos mercados hay claramente tres episodios cíclicos coincidentes de volatilidad financiera (1999, 2006 y 2008-2009), con aumentos pronunciados primero y disminuciones fuertes después en la desviación estándar de los retornos. Notoriamente, el período reciente de crisis financiera global es el que corresponde a la mayor volatilidad en ambos mercados durante toda la muestra analizada. En circunstancias en las que existe una mayor incertidumbre macroeconómica o financiera, ambos mercados presentan una mayor volatilidad en sus rentabilidades. Más aún, en esas circunstancias, la correlación entre las volatilidades de ambos mercados es positiva e intensa (entre 80 y 90 por ciento), mientras que en períodos de relativa calma esta correlación entre las volatilidades es incluso negativa.

Como se muestra en este artículo, el análisis dinámico de las características estadísticas de las rentabilidades cambiarias y bursátiles en el Perú permite identificar ciclos de volatilidad claramente asociados a eventos macroeconómicos y financieros comunes. Es importante, entonces, continuar con los estudios que nos permitan comprender mejor la naturaleza de esta relación entre incertidumbre y rentabilidad en nuestros mercados financieros. ■



T

ratamiento

contable de las fluctuaciones

EN EL BALANCE DEL

BCRP

PAUL CASTILLO* Y JESÚS RAMÍREZ**

Los estados financieros resultan herramientas útiles para el análisis cuando éstos reflejan la gestión de la administración. un registro inadecuado puede distorsionar la evaluación de la marcha de una entidad y del cumplimiento de sus objetivos y metas.

* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP.
paul.castillo@bcrp.gob.pe

** Especialista en Política Monetaria del BCRP.
jesus.ramirez@bcrp.gob.pe

En el caso del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), el objetivo fundamental de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios. Para ello utiliza un conjunto amplio de instrumentos, como la compra y venta de moneda extranjera, la colocación de CD-BCRP, y la subasta de depósitos. Asimismo, el BCRP administra las reservas internacionales con criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

El balance de un banco central de un país emergente se caracteriza por tener reservas internacionales en el lado activo y obligaciones monetarias en su pasivo. Como sabemos, las monedas en el mundo fluctúan de manera importante, por lo que el valor de estos activos en el caso de un banco central fluctúa de manera significativa todos los días.

Cuando se trata de una empresa privada dedicada, por ejemplo, al negocio de compra y venta de moneda extranjera, la valorización de su posición de moneda extranjera es importante para su gestión de negocios. El Banco Central, por el contrario, es la entidad que emite la moneda nacional, por lo que bajo el criterio de considerar las fluctuaciones en el tipo de cambio como parte del estado de pérdidas y ganancias, tendría el incentivo a depreciar la moneda para generar utilidades, lo cual va en contra del mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria.

Dados esos objetivos macroeconómicos, el criterio de registrar las fluctuaciones en el valor de los activos del Banco Central dentro del estado de resultados podría distorsionar la correcta lectura de la gestión del mismo.

Para evitar estas distorsiones en los estados financieros, la contabilidad del BCRP aísla el impacto de las fluctuaciones transitorias en el valor de las monedas, sobre los principales estados financieros. El artículo 89 de la Ley Orgánica del BCRP establece que éste debe acreditar en una cuenta especial los reajustes en el valor en moneda nacional de los activos y pasivos, y de ningún modo considerar dichos reajustes como ganancias o pérdidas. El Banco Central, siguiendo las recomendaciones de principios contables, ha decidido registrar estos reajustes en valuación en una cuenta especial en el patrimonio.

En el caso del BCRP, de incluirse el efecto valuación como ganancias o pérdidas, las fluctuaciones del precio de monedas podrían generar efectos valuación importantes, dada la volatilidad de los tipos de cambio, y el elevado nivel de reservas internacionales. En este caso se podrían enfrentar situaciones en donde, por una devaluación de la moneda doméstica, se generarían utilidades significativas, aún cuando el rendimiento real de las reservas internacionales no se haya incrementado. Lo que distorsionaría el valor informativo de los estados financieros del BCRP.

El siguiente ejemplo sencillo (ver Cuadro 1), ilustra el registro contable de la fluctuación en el valor de las monedas de reserva, utilizando la cuenta L.O. Art. 89. Supongamos que el BCRP tiene activos y pasivos en soles y dólares y que el tipo de cambio al

que es valuado el balance es S/. 1,0. Adicionalmente, supongamos que el BCRP tiene activos por US\$ 100, pasivos por S/. 80 y un patrimonio por S/. 20 (capital de S/. 10 y utilidades por S/. 10).

Si el tipo de cambio se eleva a S/. 1,5 por US dólar, el activo expresado en soles aumentaría su valor en S/. 50, ceteris paribus, a pesar de que su valor en su moneda original no se ha modificado, pues sigue siendo US\$ 100. De acuerdo con la norma en cuestión, esta diferencia en el valor de los activos del banco se debe registrar en una cuenta especial en el patrimonio, ya que de este modo el aumento en el activo es contrarrestado con un aumento por el mismo monto en el patrimonio. Las utilidades del BCRP no se incrementan por el aumento en el valor de los activos.

Si se hace el mismo ejercicio con un tipo de cambio que se reduce a S/. 0,5 por US dólar, ceteris paribus, la diferencia en el valor de los activos ahora es negativa en S/. 50, con lo cual la cuenta especial se torna negativa. En este caso, las utilidades no se ven afectadas por la reducción en el tipo de cambio. A pesar de lo simple del ejemplo anterior, éste ilustra muy bien tres puntos: a) la lógica del registro de la cuenta L.O. Art. 89, de aislar el estado de resultados de fluctuaciones transitorias en el valor de las monedas de activo de reserva y b) lo volátil que puede ser dicha cuenta, pues pasa de un saldo positivo de S/. 50 a uno negativo de S/. 50, cuando el tipo de cambio fluctúa entre S/. 0,5 y S/. 1,5, respectivamente, y c) la posibilidad de que el BCRP en algún momento pueda tener patrimonio negativo sólo por fluctuaciones en esta cuenta y no por la gestión de la política monetaria.

Es importante precisar que si bien es cierto, el efecto de la fluctuación en el valor de las monedas no afecta la cuenta de resultados del BCRP, las ganancias o pérdidas de estos valores de reservas derivadas de ventas definitivas de los mismos sí se registran en la cuenta de resultados, y por lo tanto, afectan el estado de ganancias y pérdidas del BCRP.

En suma, la cuenta L.O. Art. 89, permite aislar del estado de ganancias y pérdidas del BCRP las fluctuaciones transitorias en el valor de las monedas, y con ello se refleja de manera más precisa el efecto de la gestión de la política monetaria. ■

CUADRO 1 Ejemplo de balance del Banco Central

Tipo de cambio: S/. 1,0	
Activos: S/. 100 en dólares u\$ 100	Pasivo: S/. 80
	Patrimonio S/. 20
	-Capital S/. 10
	-utilidades S/. 10
	-L.O. Art. 89 S/. 0

La OCN instrumento eficaz de lucha contra la FALSIFICACIÓN

JUAN RAMÍREZ*

El 7 de diciembre de 2010, la Oficina Central de Lucha Contra la Falsificación de Numerario (OCN) cumplió 10 años de creación. Durante ese período se han desarrollado un conjunto de acciones orientadas a la desarticulación de importantes organizaciones criminales dedicadas a la falsificación de numerario, así como integrar el trabajo desarrollado por los operadores de justicia para reforzar la alianza estratégica en la lucha contra este ilícito penal.

* Presidente (e) de la OCN.
juan.ramirez@bcrp.gob.pe

Los billetes y monedas que emite el Banco Central de Reserva del Perú poseen las características y elementos de seguridad que dan confianza al público en su uso diario. Cuando un falsificador imita un billete o moneda y lo pone en circulación erosiona la base sobre la que reposa la circulación de numerario: la confianza. Combatir la falsificación es un imperativo que no puede reposar solamente en el Banco Central sino también en el sistema judicial que, en un concepto amplio, integra a la Policía Nacional, el Ministerio Público y el Poder Judicial (operadores de justicia). (Ver Gráfico 1).

El Banco Central incluye elementos de seguridad complejos en los billetes y monedas para dificultar la falsificación; pero a su vez estos elementos deben ser de fácil reconocimiento por parte del público¹. Así, la difusión constituye un factor importante en la lucha contra la falsificación. Los elementos y las características del numerario deben ser ampliamente difundidos al público en general, que es la primera barrera que enfrentan los falsificadores para la puesta en circulación de numerario falsificado.

Pero los elementos de seguridad y su difusión serían inútiles si no existiera la represión eficaz del delito de falsificación. Y aquí reside el trabajo importante que desempeñan los operadores de justicia, coordinado por la OCN.

MARCO LEGAL DE LA OCN

El Convenio de Ginebra de abril de 1929 establece que, en cada país, las pesquisas en materia de moneda falsa deberán ser organizadas por una Oficina Central. En el marco del mencionado Convenio, la Ley 27583 del 7 de diciembre de 2001 crea la OCN como el órgano encargado de pla-

nificar e implementar las medidas conducentes a combatir la Falsificación de Numerario. Sus principales funciones son las de apoyar al Ministerio Público y a la Policía Nacional del Perú para el cumplimiento de su labor en cuanto a delito de falsificación de numerario. La OCN no sustituye ni se superpone al trabajo de dichas entidades, sino coordina y apoya la integración de acciones conjuntas.

Mediante la Ley 27694 del 12 de abril de 2002, se determina que la OCN es un organismo adscrito al Banco Central de Reserva del Perú con personería jurídica de derecho público interno, que goza de autonomía orgánica técnica y administrativa en el ámbito de su competencia.

La OCN cuenta con un Consejo Directivo integrado por cinco miembros, tres funcionarios del Banco Central y un representante por cada ministerio de Justicia y del Interior. Su presidente es nombrado por Resolución Suprema, a propuesta del Banco Central.

INSTRUMENTOS DE LA OCN

Para la lucha contra la falsificación, la OCN tiene un conjunto de instrumentos que le permiten apoyar de manera eficaz a los operadores de justicia en la lucha contra los falsificadores:

- Convenios de Cooperación. A través de los cuales se intercambia información con instituciones tales como el Ministerio Público y la Policía Nacional del Perú. También se ofrecen programas de capacitación.
- Mecanismo de Compensación Efectiva,



¹ ver "El Nuevo Sol veinte años después", Mejía, Silvia y Ramírez, Juan; Revista Moneda N°144 y "Marca de agua: arte en papel", Robles, Daniel; Revista Moneda N°142.



creado por el Decreto Supremo N° 018-2006-PCM. El cual establece como monto de recompensa para operativos en moneda nacional hasta S/. 10 400,00.

- c. Interacción con organismos internacionales. Se interactúa con los principales organismos de lucha contra la falsificación de Estados Unidos de América, Europa y de América Latina.

La OCN también custodia las falsificaciones incautadas por la policía, los fiscales y otras entidades, elabora informes periciales para determinar la

autenticidad del numerario incautado, a solicitud de estas entidades, y propicia operativos de prevención destinados a la detección de falsificaciones tanto en principales centros de cambio de moneda, como en comercios.

Con el fin de reforzar la alianza estratégica entre los operadores de justicia en la lucha contra la falsificación, la OCN ofrece capacitación a Fiscales, Jueces y Policías, cuya temática permite afianzar el sustento de los elementos probatorios del ilícito, la calificación de los hechos delictivos y el aseguramiento de las pruebas, entre otros.

La OCN, también, puede solicitar ser considerada como parte agraviada en los procesos que





Prensa de Acufiación



impresora offset

se instruyen por delitos que tratan los Artículos 252° al 257° del Código Penal, como se aprecia en el Cuadro 1.

ACCIONAR DELICTIVO

Las técnicas de falsificación han evolucionado a lo largo del tiempo y ello va de la mano con los desarrollos tecnológicos en los sistemas de impresión y de captura de imagen, a bajo costo y de fácil acceso. Sin embargo, el acabado sigue siendo artesanal y el papel que se utiliza es papel bond (celulosa de madera), que dista mucho, en textura, del papel que se utiliza para el billete, que es 100 por ciento de algodón.

Cabe anotar que, existe similitud de los procesos de impresión de falsificación de billetes con impresiones comunes y de los procesos de estampado

comerciales y de artesanía con estampados de las monedas falsificadas.

En cuanto a la distribución, si consideramos la moneda local, los falsificadores la distribuyen en polladas, fiestas patronales, eventos nocturnos, presentaciones artísticas multitudinarias, compra importante en tiendas, taxis, entre otros. En lo que respecta a la distribución de la moneda extranjera falsificada, los falsificadores utilizan los mismos métodos que los traficantes de drogas: dentro de artículos deportivos, tapa y contratapa de libros, prendas de vestir, maletín de doble fondo, mochila, chaleco, encomiendas y correo postal.

En general, la estructura de las organizaciones de falsificadores tiene como núcleo el grupo familiar, que en algunos casos, tiene vínculos con otras

CUADRO 1 ■ Delitos y penas

ART.	DELITO (Billetes y monedas nacionales y extranjeras)	PENA PRIVATIVA DE LIBERTAD (años)	
		DE	A
252°	Fabricación	5	12
253°	Alteración	4	10
254°	Circular, comercializar, distribuir transportar, introducir o retirar del país	5	10
255°	Fabricar, introducir o retirar del país máquinas, matrices, insumos y otros para falsificar	5	12
257°	Lo etiquetado en los artículos se hace extensivo a la moneda extranjera		
257° A	Posteriormente, se incluyó en el Art, 257° las penas por agravante: - integrante de organización - Conocimiento técnico - haber laborado en el Banco Central - Circular mezclando con genuinos	6	14



organizaciones criminales del exterior. La falsificación también está ligada a otras actividades criminales como lavado de activos, trata de personas, narcotráfico y terrorismo.

RESULTADOS OBTENIDOS

Desde el 2003, año en que inició sus labores operativas la OCN, se han efectuado más de 160 operativos, que se pueden calificar de exitosos debido a las intervenciones realizadas. Se ha incautado a lo largos de los años una importante producción de falsificaciones de billetes, no sólo nacionales sino

de otros países, y de monedas. Se encontraron 15 prensas utilizadas en la falsificación de monedas y 18 impresoras offset, además de insumos y otros instrumentos y maquinarias.

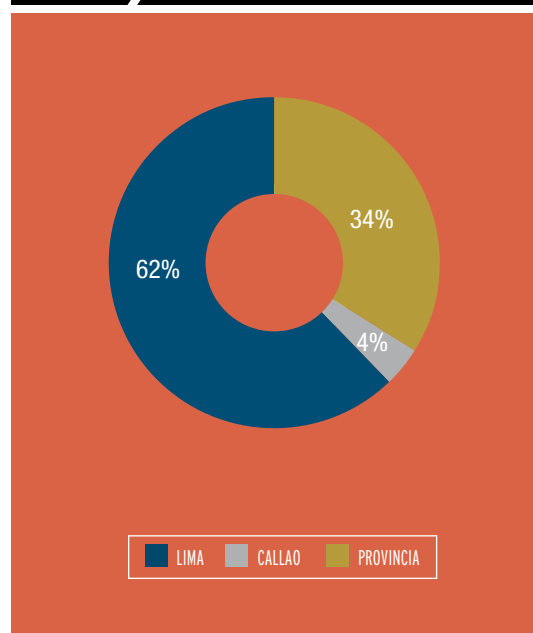
La OCN no solo realiza su trabajo en Lima, sino también lo extiende a otras zonas del país, especialmente en el seguimiento procesal a falsificadores de numerario. (Ver gráfico 2). Al 2010, existen 730 casos judicializados, correspondiendo más del 60 por ciento a Lima y el 34 por ciento a provincias. La máxima pena aplicada fue de 12 años a dos falsificadores. ■



La OCN tiene un conjunto de instrumentos que le permiten apoyar de manera eficaz a los operadores de justicia en la lucha contra los falsificadores



GRÁFICO 2 ■ Casos seguidos OCN



Las reformas y el impacto de BASILEA III

ALEX CONTRERAS* Y ZENÓN QUISPE**

La reciente crisis internacional ha mostrado que, a pesar de las reformas y de la evolución más estricta de la regulación reflejada en la evolución del Marco de Capital vigente (desde Basilea i a Basilea ii), todavía persisten serias debilidades en la estructura fundamental del sistema financiero internacional.

* Especialista en Política Monetaria del BCRP
alex.contreras@bcrp.gob.pe

** jefe del departamento del Programa Monetario
zenon.quispe@bcrp.gob.pe

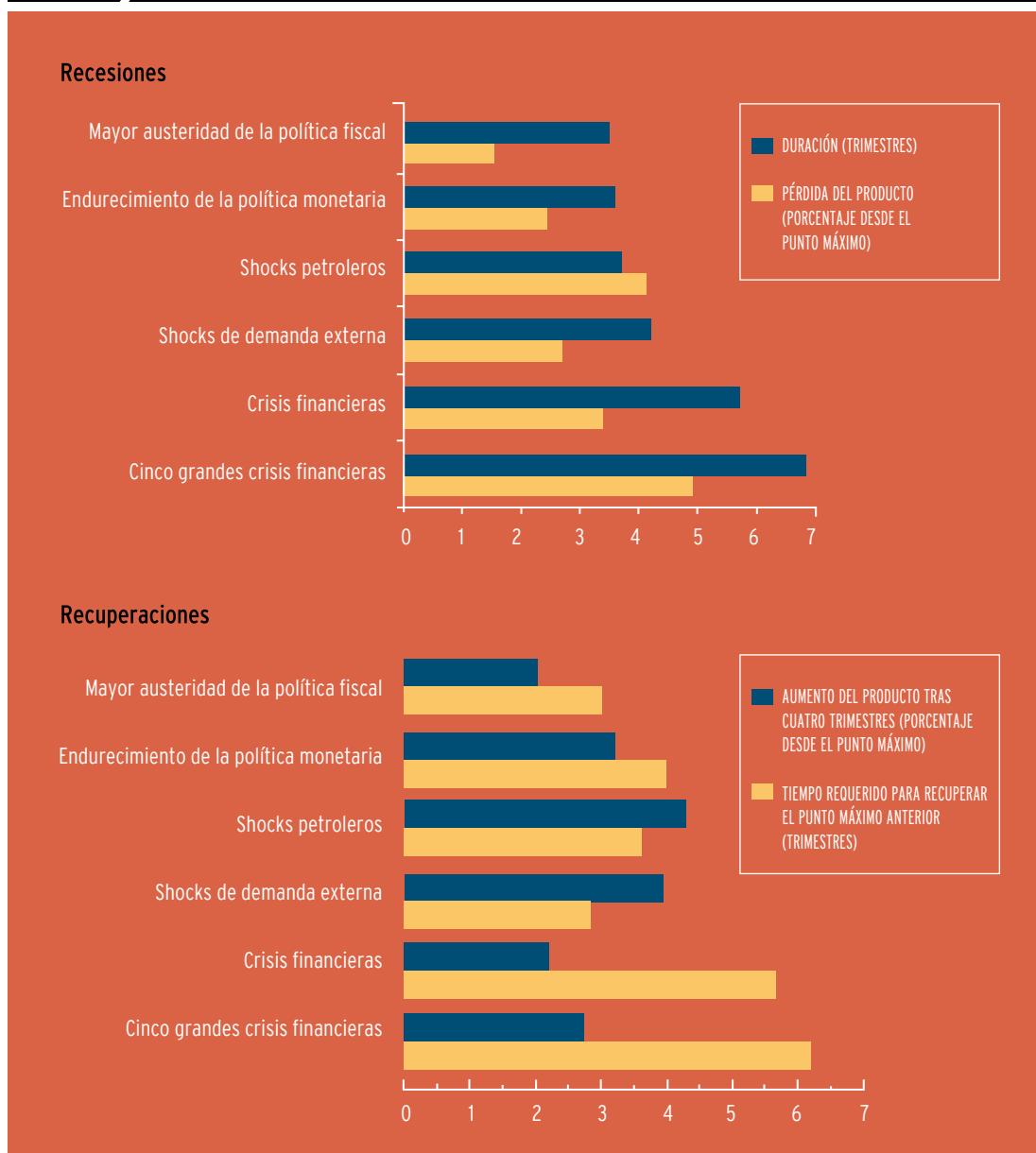
Todas las reformas sobre la regulación y la regulación misma del sistema financiero, parten de la concepción fundamental de que las crisis financieras son eventos costosos que generan pérdidas muy altas para la economía. Estos altos costos se generan principalmente por la conjunción de dos factores: por la caída del PBI observada en el momento de una crisis financiera y porque, transcurrida la crisis, sus efectos sobre el producto perduran de manera permanente. Cerra y Saxena (2005) encuentran evidencia de que los efectos de las crisis financieras tienen efectos persistentes sobre la tasa de crecimiento promedio de largo plazo de la economía.

Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2009) las crisis de natura-

leza financiera son las que generan mayores costos en términos de producto y son eventos que ocurren en las economías con una periodicidad promedio entre 20 y 25 años, con lo que existe una probabilidad promedio anual de crisis de 4 a 5 por ciento.

Se ha estimado que luego de una crisis financiera, el PBI permanece alrededor de 10 por ciento debajo de su nivel previo a la crisis hasta por siete años. Este conjunto de hechos empíricos pone en evidencia la importancia de regular adecuadamente el sistema financiero, reduciendo la probabilidad de ocurrencia de las crisis financieras de carácter sistémico y minimizando su impacto ante su eventual ocurrencia.

GRÁFICO 1 ■ El costo de las crisis financieras



FUENTE: FMI, 2009.

A raíz de la profundización de la reciente crisis global, el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea, por mandato del G-20 decidió crear un nuevo marco normativo con el objetivo de fortalecer el sistema financiero global. Estas reformas regulatorias han sido desarrolladas a partir de esfuerzos coordinados y conjuntos entre la comunidad internacional y las jurisdicciones pertenecientes al Comité de Basilea, representada por 44 bancos centrales y autoridades supervisoras.

EL COMITÉ DE BASILEA

El Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria tiene el objetivo de promover y difundir aspectos fundamentales de supervisión y, con ello, busca mejorar la calidad y el entendimiento global de la supervisión bancaria mediante el intercambio de información sobre los esquemas y las técnicas de supervisión nacional de los países.

El Comité de Basilea formula estándares y lineamientos generales de supervisión y recomienda dictámenes de buenas prácticas con el objetivo de que las autoridades individuales opten por aplicarlos mediante modalidades detalladas –estatutarias u otras– que se adecúen mejor a sus sistemas financieros nacionales. En tal sentido, el Comité alienta la convergencia hacia esquemas y estándares comunes sin intentar una armonización detallada de las técnicas de supervisión de los países miembros.

En 1988, el Comité decidió introducir un sistema de medición de capital comúnmente conocido como el Acuerdo de Capital de Basilea. Este sistema proveyó de un estándar de requerimiento mínimo de capital de 8 por ciento hacia fines de 1992. Desde 1988 (Basilea I), este esquema ha sido introducido progresivamente no sólo en los países miembros sino también en casi todos los bancos activos internacionalmente. En junio de 1999, el Comité propuso una revisión del Esquema de Adecuación de Capital. El esquema de capital propuesto tuvo tres pilares: requerimientos mínimos de capital, que tiene la finalidad de refinar las reglas estandarizadas establecidas en el Acuerdo de 1988; revisión por parte de la entidad supervisora del proceso de evaluación interna de los bancos (proceso de autoevaluación) y grado de adecuación de capital; y uso efectivo de la transparencia que permita fortalecer la disciplina de mercado como un complemento a los esfuerzos de supervisión. Luego de una evaluación coordinada con los bancos, conglomerados industriales y autoridades supervisoras (externas al Comité), los lineamientos y el esquema revisado fueron establecidos el 26 de junio de 2004 (Basilea II).

Durante los años recientes, el Comité de Basilea ha promovido más agresivamente la adopción de estándares de supervisión más sólidos a nivel global. Así, con la colaboración de varios entes, no miembros del Comité, en 1997 se desarrolló un conjunto de “Principios Fundamentales para una Supervisión

Bancaria Efectiva”, el que provee de un diseño comprensivo de un sistema efectivo de supervisión. Para facilitar su evaluación e implementación, en octubre de 1999, el Comité desarrolló la “Metodología de los Principios Fundamentales”. Los principios fundamentales y la Metodología fueron recientemente revisados y publicados, para su aplicación, en octubre de 2006.

BASILEA III

A raíz de la reciente crisis financiera internacional el Comité de Basilea anunció un programa de reformas destinado a reforzar el Marco Actual de Capital, cuyos principales elementos están orientados a mejorar la capacidad del sistema financiero de absorber shocks en escenarios de estrés económico y financiero. A este grupo de nuevos estándares para enfrentar riesgos específicos y sistémicos se ha denominado Basilea III y define los siguientes elementos fundamentales en dos niveles: el nivel microprudencial y el macroprudencial:

Nivel microprudencial:

En el ámbito microprudencial, se están elevando el nivel y la calidad del capital en términos cualitativos, buscando acercarlo al concepto ideal de capital, entendido este como un elemento absorbente de pérdidas. Cuantitativamente, se ha elevado de 2 a 7 por ciento el nivel mínimo del capital básico, el componente más importante del capital ordinario de un banco.

En materia de cobertura de riesgos, el Comité ha tratado también que los requerimientos de capital reflejen todos los riesgos inherentes al sistema financiero, así se está penalizando con mayores requerimientos mínimos de capital a las operaciones de titulización complejas y se les ha asignado mayores ponderaciones por riesgo a aquellas posiciones de re-titulación como los ABS⁹ (*Asset Backed Security*) y los CDO's (*Collateralized Debt Obligation*).

Desde el punto de vista del apalancamiento, el Comité ha propuesto el establecimiento de un ratio de apalancamiento armonizado globalmente para restringir la excesiva toma de riesgos de parte de las entidades financieras, el cual funcionaría como un complemento a los requerimientos de capital en función del riesgo.

Estos requerimientos de capital y *ratios* máximos de apalancamiento, más estrictos, son complementados con la introducción de estándares mínimos de liquidez con la finalidad de que los bancos tengan una mayor flexibilidad ante un deterioro en las condiciones de financiamiento y para evitar desajustes estructurales en sus patrones de liquidez en el largo plazo. Así, se ha establecido el coeficiente de cobertura de liquidez (LCR), el cual exigirá mantener suficientes activos líquidos de alta calidad para soportar un escenario de estrés financiero establecido por los reguladores. Este

coeficiente será complementado con el coeficiente de financiación estable neto (NSFR), que es un indicador estructural de liquidez a largo plazo y está diseñado para paliar desajustes de liquidez.

Este coeficiente cubre la totalidad del balance e incentiva a los bancos al uso de fuentes de financiación estables.

Nivel macroprudencial:

A nivel macroprudencial, Basilea III representa un punto de inflexión en el diseño de la regulación financiera, las medidas de carácter predominantemente microeconómico se han complementado con un enfoque macroprudencial, algo que hasta ahora la regulación financiera había tratado de manera parcial.

Estas medidas abordan principalmente aspectos para fortalecer al sistema financiero en su conjunto, tales como temas relacionados al riesgo sistémico así como la amplificación procíclica de estos riesgos. Un elemento esencial del nuevo marco de capital regulador, que no estaba presente en Basilea II es la acumulación de *buffers* de capital durante el periodo expansivo del ciclo económico, los cuales puedan utilizarse cuando la fase expansiva de ciclo se revierta. De esta forma, se promueve el objetivo de mitigar la prociclicidad del sector bancario y del sistema financiero en su conjunto. Asimismo, para paliar el exceso de interconexión entre los bancos de importancia sistémica, el Nuevo Marco de Capital propone que estas instituciones deben tener una mayor capacidad de absorción de pérdidas, superior a los requerimientos mínimos.

Claramente, la finalidad principal de este nuevo bloque de medidas es la de reforzar la solidez del sistema financiero, reduciendo así la probabilidad de ocurrencia de una crisis financiera de carácter sistémico o ante la eventual ocurrencia de una crisis, mitigar sus impactos negativos sobre la economía.

BENEFICIOS Y COSTOS DE UNA REGULACIÓN MÁS ESTRICTA

Las mejoras propuestas en la regulación por Basilea III, tienen costos y beneficios que deben ser evaluados, ante su eventual aplicación. Así, mayores niveles de capital y de liquidez involucran mayores costos y beneficios para los bancos y para la economía en su conjunto.

Los costos ocurren porque los bancos van a tratar de transferir el incremento de sus costos de fondeo hacia las empresas, a través de mayores tasas de interés, lo cual afecta el nivel del crédito bancario, generando un impacto adverso en la economía; mientras que los beneficios esperados, derivados de la regulación más estricta, están dados por la reducción de

Basilea III define los siguientes elementos fundamentales en dos niveles: el nivel microprudencial y el macroprudencial

la probabilidad de crisis, como consecuencia de la mejora en la regulación multiplicado por el costo de una crisis financiera¹.

Según el Banco Mundial² se estima para el caso de Perú que el costo de una crisis bancaria de carácter sistémico puede representar aproximadamente el 15,2 por ciento del PBI. La evidencia empírica sugiere que, para la mayoría de países los beneficios superan largamente los costos, aunque los beneficios marginales son decrecientes en función a los requerimientos de capital.

CONCLUSIONES

Las nuevas medidas de Basilea III apuntan a fortalecer el sistema financiero internacional. Basilea III constituye un punto de inflexión en lo referente a regulación bancaria, debido principalmente a que incorpora objetivos micro y macro prudenciales explícitos. ■

REFERENCIAS

- BIS (2010) "The Basel Committee's Response to the Financial Crisis: Report to the G20", octubre.
- BIS (2010) "Assessment of the Macroeconomic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements", agosto.
- BIS (2010) "The Basel Committee and Regulatory Reform", junio.
- BIS (2009) "Strengthening the Resilience of the Banking Sector", diciembre.
- Cerra y Saxena (2005) "Growth Dynamics: the Myth of Economic Recovery", IMF wp/05/147.
- IMF (2009) "World Economic Outlook: Crisis and Recovery".

¹ $Beneficios = \{P(Crisis / conregulación) - P(Crisis / sinregulación)\} * Costo_de_una_crisis$

² 2003, "World Bank Data Base of Banking Crises"

Renzo Rossini:

“**E**l Perú tiene hoy una gran oportunidad que aprovechar”

DAVID RIVERA*

Lleva casi treinta años en el Banco Central de Reserva (BCR). ingresó en 1982, cuando cursaba su último año en la universidad del Pacífico, como parte del curso de extensión universitaria que el ente emisor lleva realizando desde hace ya cinco décadas y al cual postulan cientos de economistas de todo el país. ingresan muy pocos, unos cinco por año. Quien escribe esta entrevista intentó hacerlo allá por 1995, y ya durante la misma prueba se percató de que aquello era para otras ligas.

* Director Editorial de la revista Poder.

Pero Renzo Rossini no solo ingresó en primer lugar y terminó la carrera, como lo han hecho varios de los economistas más reconocidos del país, entre ellos Luis Carranza, Efraín Gonzales de Olarte, Eduardo Morón, Miguel Palomino, Jürgen Schuldt, Hugo Perea, Roberto Abusada, Gustavo Yamada, Juan José Marthans, Raúl Salazar, Elmer Cuba, Waldo Mendoza, Socorro Heysen y José Arista. No solo eso. Permaneció en el banco y tras retornar de una maestría en el London School of Economics y de los cursos de doctorado, hizo una carrera meteórica que lo llevó, primero, a ocupar la Gerencia de Estudios Económicos, cuando se iniciaban las reformas económicas de los noventa, y luego la Gerencia General, desde el 2003. Es él el responsable de que la información que necesita el directorio del banco para tomar sus decisiones sea la necesaria, suficiente, correcta y precisa, y quien junto al presidente del directorio, hoy en día Julio Velarde, sustenta ante los demás miembros el camino que consideran que se debe seguir. "Es la persona clave detrás de todas las decisiones que se toman en el ente emisor", aseguran tres miembros del directorio que pasaron por la institución en diferentes momentos de los últimos veinte años.

Ya habíamos intentado entrevistarlo durante muchos años —diría que desde los noventa—, y nos había sido imposible. Lo encontramos a finales del año pasado en la CADE, conversamos sobre cómo creía que venía la economía mundial y local en el 2011 y conseguimos el primer *sí* para esta entrevista.

¿Cómo fue tu carrera dentro del banco?

Luego de mis estudios en el exterior, regresé al banco en 1987, cuando la cosa estaba tensa por acá. Regresé al área del sector externo, a ver la balanza de pagos, entre 1987 y 1990. En 1990 pasé a la Subgerencia de Investigación y Análisis Global, hasta 1991, cuando asumí la Gerencia de Estudios Económicos, y estuve hasta el 2003. Ese año, Richard Webb me pide asumir la Gerencia General, y aquí sigo.

Desde la Gerencia General, ¿cuál es tu labor?

La Gerencia General tiene una gran responsabilidad, que es, junto con el presidente, tener informado al directorio y elevarle propuestas sobre política monetaria, gestión de reservas internacionales y otros aspectos propios del BCR. El presidente, por supuesto, es el que define la agenda. Por el lado administrativo, la Gerencia General lidera a la administración en función de objetivos estratégicos y metas, dentro de un enfoque de gestión de riesgos. En el banco hay una tradición muy marcada de prevención de riesgos y de actuación cuando estos se manifiestan. El banco es una gran máquina de gestión de riesgos, en la que estamos recolectando permanentemente información macro y microeconómica, a nivel nacional e internacional, y con ello proyectamos y actuamos. Por eso es que la información es clave: captarla y ver qué puede ir mal, en todas las ramas de acción, no solo en lo monetario. Por ejemplo, tenemos que asegurar una cantidad suficiente



y de buena calidad de billetes y monedas. Lo peor que le puede pasar a un país es que se quede sin cambio, sin sencillo, sin billetes. Esas cosas no pueden fallar. La gestión de la gerencia consiste en captar información para detectar problemas y, una vez que se detectan, tomar las acciones, y luego hacerles seguimiento. El banco es, como decimos de manera figurada, una entidad muy paranoica. Siempre estamos al tanto de qué puede ir mal y qué fórmulas innovativas se puede tomar para asegurar una moneda sólida.

¿Cómo fueron las reformas de los noventa para el banco?

Antes de las reformas, la labor del banco era fundamentalmente financiar el déficit del gobierno central. El gobierno calculaba sus ingresos y sus gastos, y el banco central daba la plata para cerrar la brecha. Y bueno, si es que había mucha liquidez, había que retirarla del sector privado con los encajes. Entonces, el reto en los noventa fue pasar de una política monetaria pasiva a una independiente basada en operaciones de mercado. Por eso se crea el Comité de Operaciones, en el que se evalúa la situación de liquidez de los bancos, tasas de interés internas y externas, etc. Para decidir el volumen de liquidez en soles o en dólares que se inyecta o retira de los mercados monetario y cambiario.

¿Desde cuándo ocurre así?

Formalmente, desde abril de 1991, después del "Fujishock". En agosto del año 1990 se da el último crédito al gobierno. Hasta ese momento, el BCR le prestaba para financiar sus déficits y cada fin de año se hacía la consolidación, que en realidad no era más que agarrar el crédito y meterlo a una licuadora, pues se decidía convertirlo en un crédito pagadero en 100 años a una tasa de interés de ¡0,1%! En agosto de 1990 se da el último crédito para pagar a los funcionarios públicos, y en diciembre de ese mismo año, por primera vez, fue repagado. Entonces pudimos comenzar a hacer política como se hace en cualquier lado, operando con instrumentos de mercado. Al comienzo, quizás, la mayor parte de las operaciones fueron cambiarias, o sea, el BCR intervenía porque había que reconstituir reservas. Mucha gente compró dólares muy caros, esperando que se fuera hasta un sol, y en realidad se estabilizó en 45 centavos. Muchos se pelaron.

Mirando a los noventa, muchas cosas se hicieron bien, y los resultados lo demuestran. ¿Qué se hizo mal?

En muchos aspectos, las políticas del banco han sido innovadoras porque no existían precedentes en los textos y manuales, por lo que una evaluación en retrospectiva puede no ser suficientemente objetiva. Por ejemplo, en 1990 se optó por

terminar la hiperinflación con el control de la emisión primaria en lugar de la fijación del tipo de cambio, en contra de todas las recomendaciones de los asesores externos y la experiencia de otras hiperinflaciones. Así, hace un poco más de veinte años optamos por un tipo de cambio flotante con intervención. Otro cambio innovador fue la adopción del *inflation targeting* en el 2002, cuando el consenso en ese tiempo decía que no funcionaría en una economía dolarizada. Más recientemente, durante la crisis *subprime*, tomamos medidas monetarias no convencionales para inyectar liquidez y asegurar el mantenimiento del flujo crediticio. Visto desde hoy, diría que la llegada del *inflation targeting* pudo venir antes, porque las metas de crecimiento de emisión primaria a finales de los noventa eran poco útiles para anclar las expectativas de inflación del público. Sin embargo, se tenía que migrar de metas de cantidad de liquidez al uso de una tasa de interés de referencia como elemento central de la política monetaria, lo cual no tenía precedentes e involucró preparar al mercado monetario. Otro aspecto que hoy es claro a nivel internacional, y lo evidenció el impacto de la crisis de deuda rusa en agosto de 1998 en los mercados emergentes como el peruano, es que los excesos de crédito deben combatirse anticipadamente y con el concurso simultáneo de las políticas monetaria, fiscal y de regulación financiera.

Se suele pensar que se acataron al pie de la letra las recomendaciones de los multilaterales. ¿Cuáles fueron las variables que tomaron en cuenta para esa decisión?

Las recomendaciones de los consultores externos son útiles porque te traen experiencias internacionales, pero nuestra responsabilidad es contrastarlas con nuestra propia realidad. Cuando se optó por un tipo de cambio flotante, se consideró primero que los tipos de cambio fijos habían fracasado en nuestro país; segundo, que partíamos de un nivel bajo de reservas –negativas en US\$ 105 millones en julio de 1990–; y, finalmente, que la posición fiscal era débil, con una recaudación en el piso. Un tipo de cambio flotante fuerza la disciplina fiscal. Entre los directores de ese entonces que tomaron la decisión de adoptar la flotación cambiaria se encontraba Julio Velarde [el actual presidente de directorio]. Fueron debates intensos con los representantes del FMI y del Banco Mundial que se inclinaban a favor del tipo de cambio fijo, e incluso con economistas de alta talla como Rudy Dornbusch.

Se criticó la manera en que el banco reaccionó ante la crisis de 1998, que no tuvo la determinación que sí tuvo para enfrentar la reciente crisis internacional.

A diferencia de la situación actual, en 1998 no se cumplía con lo que hoy llamamos la "regla de las 3 L" para enfrentar un choque financiero externo, esto es, liquidez internacional, liquidez fiscal y liquidez bancaria. En ese año, las reservas internacionales, la deuda pública y la liquidez de los bancos en relación con sus adeudos externos, configuraron una situación de alta vulnerabilidad, en la que la elevación sustancial del tipo de cambio y el corte del financiamiento externo implicaron un severo *credit crunch*. Cuando viene la crisis el 2008 y quiebra Lehman Brothers, quedaba claro que aquí no podía parar el crédito y cómo había que hacerlo: inyectando toda la liquidez posible. En un trimestre, el último del 2008, el banco inyectó el equivalente al 9% del PBI anual en distintas formas, lo que permitió que el crédito no cayera. La lección quedó ratificada: no puedes quedarte con poca liquidez. En 1998 no teníamos el nivel de reservas que tenemos ahora y la deuda de corto plazo se había disparado. La liquidez era muy poca en relación con esa deuda.

Esto nos lleva al debate actual sobre cómo se está enfrentando la crisis internacional en los países desarrollados, particularmente en Estados Unidos. Los críticos dicen que todo el dinero que se está inyectando es solo una manera de ganar tiempo, de patear la crisis para adelante, que tarde o temprano habrá que asumir tal vez ya no una segunda caída estrepitosa, pero sí los costos de un nuevo ajuste.

No estoy de acuerdo con esa afirmación y más bien creo que el peor riesgo sería que las autoridades fiscal y monetaria de los Estados Unidos se apresuraran a retirar los estímulos macroeconómicos como sucedió durante la Gran Depresión. El diagnóstico es que Estados Unidos tiene el riesgo de recaer debido al alto desempleo, la continua caída de precios de los inmuebles y una inflación subyacente que podría indicar la posibilidad de una deflación. De hecho, la inflación subyacente anual de 0,8% es la más baja desde 1958, año en que se empezó a elaborar este indicador.

¿Quiere decir eso que si Estados Unidos necesita una tercera inyección de liquidez no van a dudar en hacerlo?

Lo van a hacer si es necesario, o también podrían detenerla si las cosas van mejor. En realidad, no hay margen para posiciones dogmáticas. Estados Unidos está trabajando aún por debajo de su nivel de capacidad. Su velocidad de crucero es de 3%, tiene que llegar a ese punto; los pronósticos lo están acercando a 2,8%. El propio Roubini le da 60% de probabilidad a un escenario de recuperación de 2,6 a 2,8%, y ahora considera que la probabilidad de una recuperación más rápida es casi la misma que la de una nueva caída.

Las expectativas han cambiado en cinco o seis meses...

Veamos. A mediados del año pasado apareció una ola de pesimismo porque se pensaba que los estímulos y los factores transitorios de la recuperación terminaban. En ese contexto, Bernanke anuncia en agosto su esquema de relanzamiento de *quantitative easing*, lo que la FED aprobó en noviembre. Desde entonces, la verdad es que vienen apareciendo con más frecuencia indicadores de una recuperación autónoma de la economía estadounidense. Esta ha sido la recesión más severa en los últimos ochenta años, y creo que se están presentando indicadores más claros de una pronta salida. En cualquier caso, hay que estar siempre alertas.

¿Crees que Estados Unidos vaya a llegar a un momento en el que las calificadoras le bajen el rating y tenga problemas de financiamiento?

Son probabilidades muy bajas. Incluso una probabilidad un poco más alta es que nos dé una sorpresa y que este sea el año de Estados Unidos: que la salida sea más rápida y que veamos antes de lo que se espera el desempleo en 9% o menos. Hay una fecha clave, que es el momento en que la FED comenzará a subir su tasa, que está en 0,25%. En el mercado se apostaba a que eso sería aún en el 2013, ahora las apuestas están en que será el 2012. Pero ese escenario no está libre de problemas. Esto nos lleva a una situación con otros retos, porque significa que el financiamiento barato llega a su fin. Ahora debería aprovecharse para asegurar el financiamiento a tasas bajas, a plazos largos, tratar de beneficiarse de eso. Los que tienen tasas flexibles, empezarán a ver que suben. Por eso estamos trabajando para que empiece a haber más oferta de plazo fijo en el mercado local, para que aquellos que quieran pasar de una tasa variable a una tasa fija, el mercado les ofrezca más. Nos falta infraestructura para lograrlo.

La recuperación también depende de cuánto Asia, particularmente China, pueda aguantar el bajo crecimiento de Estados Unidos y Europa. Si aguanta este año, ¿crees que la salida de la crisis va a ser más fácil de lo que se pensaba?

El principal reto es resolver los problemas fiscales y de deuda pública creados durante la crisis, especialmente en Europa, y para ello son necesarias tanto la coordinación entre países para evitar que problemas de liquidez se tornen en una moratoria, como reformas estructurales que impulsen el crecimiento económico y la recaudación tributaria. El panorama de crecimiento este 2011 es que el PBI mundial crecería 4,5%, con Estados Unidos creciendo 3%; el Área del Euro, 1,5%; y China, 9,5%. La verdad es que las economías emergentes seguirán liderando con 6,5% de crecimiento. El euro y las finanzas públicas europeas han sido la prin-

principal fuente de volatilidad en los últimos meses, lo cual requiere un acuerdo más claro sobre los volúmenes de recursos disponibles para el fondo europeo de estabilización y un mayor avance de reformas estructurales, en especial en el campo laboral. La solidez del euro necesita solidez fiscal, y su desaparición implicaría un resurgimiento de un marco alemán sobrepreciado.

El 50% de las exportaciones alemanas van a la Comunidad, sería contraproducente...

Alemania es uno de los motores de la economía mundial. Ha crecido 3,5% en el 2010 y depende mucho de sus exportaciones. Por ello, no le convendría que desapareciera el euro.

¿Y en Asia ves algún riesgo?

China viene tomando acciones monetarias para enfrentar los indicios de un exceso de financiamiento, como son una inflación alta que ha llegado a 5% a finales del 2010 y la elevación de los precios de inmuebles. Para ello ha subido tasas de interés y de encaje. China no puede aceptar una inflación alta, y quizá esto los ha llevado también a aumentar el grado de flexibilidad del tipo de cambio, pero a la vez tiene el reto de crecer a tasas altas para asimilar el fuerte contingente laboral que pasa de sectores de baja productividad a sectores intensivos en capital y tecnología. Por ello se espera que China crezca un poco menos, esto es, 9,5% en el 2011 frente a 10,5% en el 2010.

¿Es un tema bajo control?

Si no, hay que agarrarse bien, porque si China crece 4 o 5%, los precios de exportación de nuestros minerales sufrirían, lo que desactivaría proyectos de inversión y bajaría la recaudación tributaria. El Perú se beneficia del dinamismo económico de China, por lo que seguimos de cerca sus desarrollos.

¿El escenario base para el Perú, así haya altibajos en la economía mundial, es muy positivo?

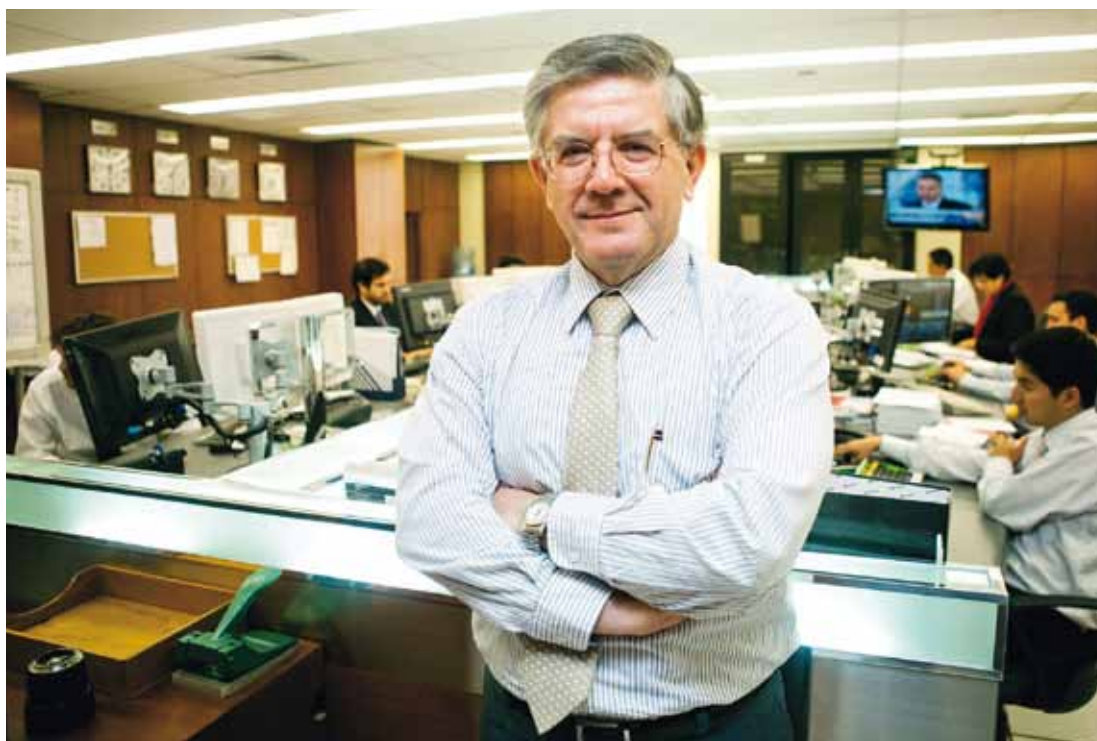
Sí. En el escenario base, el Perú crece 8,8% el 2010, con la inversión privada liderando el crecimiento con más de 22%. Para el 2011, proyectamos un crecimiento de 6,5% con un cierto sesgo al alza, que es menor que el del 2010 debido a que, por un lado, el Ministerio de Economía y Finanzas y el BCR vienen retirando los estímulos que se aplicaron entre el 2008 y 2009; y, por otro, hay factores transitorios como la recuperación de inventarios de las empresas, que dieron un mayor ímpetu al crecimiento del 2010. Por eso, la idea para el 2011 es que el crecimiento del PBI sea cercano a su ritmo potencial de 6,5 o 7%, con la inversión privada creciendo al 15%. Esto implica que el ratio inversión/PBI está llegando a un nivel de 27%, lo que es consistente con el ritmo de expansión del PBI potencial. Con estos indicadores se asegura la

asimilación de una fuerza laboral que crece a un ritmo de 3% por año. Así como en China hay una migración del campo a la ciudad, en el Perú tenemos una migración de lo informal a lo formal.

¿Qué reformas necesitas para garantizar que así sea?

Las reformas estructurales buscan liberar las potencialidades de los trabajadores y la capacidad empresarial, así como mantener un crecimiento sostenido de la inversión. El aumento de la productividad se estima que puede explicar 2,5 puntos del crecimiento potencial. Las reformas que podría mencionar son en el mercado laboral, en particular las vinculadas a facilitar la movilización del empleo. En segundo lugar, enfatizaría los cambios que son necesarios para impulsar el financiamiento en el mercado de acciones y de bonos. El PBI puede duplicarse en la siguiente década, lo cual requerirá de un financiamiento de riesgos que excede al papel del crédito bancario. Tercero, es sumamente importante la ejecución de políticas para impulsar la construcción de infraestructura, como es el caso de las asociaciones público-privadas. De otra manera, nos encontraremos con cuellos de botella. En cuanto a reformas de segunda generación en las que se enfatizan cambios institucionales, coincido en la necesidad de impulsar la calidad de la educación y la provisión efectiva de servicios públicos como la justicia y la seguridad. Para terminar, estos





cambios son posibles solo si existe la capacidad de atraer y retener talento en el sector público.

El Perú está ahora en una situación privilegiada asociada a lo que se denomina el "bono demográfico", que está definido por el período en el que la cantidad de dependientes que tiene cada peruano baja abruptamente. ¿Por qué las familias se han achicado? Antes, en 1979, había seis hijos por peruana, ahora hay dos. Además, las familias se están dispersando, los jóvenes se van de la casa. Con el desarrollo de todo el país, ya no es raro escuchar: "Me voy a trabajar a Trujillo" o "Quiero vivir independientemente". El Perú tiene en este momento una gran oportunidad que aprovechar. La tasa de dependencia puede bajar veinte puntos en los siguientes veinte años, lo que en la práctica significa que en un entorno de crecimiento de ingresos, los trabajadores pueden contar con mayores recursos para el gasto de una familia con un menor número de miembros. La experiencia del sudeste asiático ha mostrado que en esta fase las familias invierten mucho en educación y, por ende, son más productivas. Aprovechar este bono implicará dejar el subdesarrollo.

¿Qué implican esos 20 puntos?

Por cada persona que genera ingresos en una familia, entre los 15 y 65 años, se hace un ratio con respecto a los que no están trabajando. Ese ratio en el año 1981 era 0,83; en el 2001, bajó a 0,63; y el 2021, será 0,49. La implicancia fundamental es que el crecimiento del ingreso por habitante se puede acelerar. En la década que acabó en el 2010, el PBI por habitante se duplicó hasta llegar a US\$ 5.000, resultado que se puede mejorar sustancialmente en

la próxima década. Ahora, debemos tener claro que este resultado se puede alcanzar si se mantiene la estabilidad macroeconómica y se ejecutan reformas estructurales. El Perú tiene abierta esta ventana de posibilidad. Lo peor que le puede pasar es no aprovechar su bono demográfico y que su población empiece a envejecer con un crecimiento bajo del PBI, de 4% o menos. La ventaja de esta oportunidad no puede ser desperdiciada. Por eso necesitamos reformas. Lo bueno es que vemos que hay un mayor consenso sobre lo que hay que hacer.

Pasemos a la coyuntura. ¿Qué inflación se espera en el primer trimestre del 2011?

Hay problemas afuera. En Argentina, por ejemplo, con sequías por el fenómeno La Niña. También tenemos un problema con el trigo: ha habido un alza en un período corto que se ha replicado en el maíz, la soya, sin dejar de mencionar a las alzas en el precio del petróleo durante una fase invernal fuerte en el hemisferio norte. Las alzas han sido fuertes y de alguna forma se van a ver. Lo positivo es que no todo el 100% de estas alzas se va a dejar sentir en el producto final. Normalmente estas alzas son temporales y no implican un alza generalizada y permanente de los precios al consumidor.

¿Esas presiones no van a empujar la inflación por encima del rango meta de 3%?

Nuestra meta permanente es de una inflación entre 1 y 3%, y las proyecciones del primer trimestre nos dan que la inflación a 12 meses no superará 2,5%. Hay que tomar en cuenta que además se viene adoptando medidas monetarias preventivas y el fisco tiene una posición menos expansiva.

¿En cuanto al tipo de cambio?

Las encuestas de expectativas de tipo de cambio reflejan un nivel de 2,75 soles al cierre del año. Naturalmente, en un régimen de flotación con intervención el tipo de cambio está influenciado por eventos no esperados. Este año, no esperamos un incremento significativo de los precios de exportación y el mayor esfuerzo fiscal contribuye a atenuar las presiones apreciatorias. En cualquier caso, el BCR no tiene un compromiso con un nivel del tipo de cambio, pero está listo a intervenir para reducir su volatilidad mediante compra o venta de dólares en el mercado *spot* y con la aplicación de otros instrumentos como son los encajes. Este año estamos más alertas por la posibilidad de una apuesta de capitales de corto plazo a favor de una moneda más apreciada, por lo que hemos coordinado acciones con el MEF y la SBS. Por ejemplo, la SBS ha anunciado la introducción de un límite prudencial a las operaciones de venta de dólares *forward* de los bancos, las cuales son una vía muy usada por operadores externos de corto plazo que buscan hacer realidad profecías autocumplidas de tipos de cambio más bajos.

Hace un momento recomendabas la necesidad de créditos con tasas de interés fijas y que estos se otorguen en soles, pero, por ejemplo, la diferencia de tasas de un crédito hipotecario en dólares o soles puede ser hasta de dos puntos; los sectoristas mismos te recomiendan que tomes el crédito en dólares.

Es una pésima política.

¿Cómo es en otros países?

En otros países no existe el crédito en dólares. Es un grave error especular con el tipo de cambio si estamos hablando del financiamiento de tu vivienda. En una subida rápida del tipo de cambio puedes terminar perdiendo todo. Esto no solo perjudica al cliente sino también al banco, que no podría recuperar sus créditos en un evento malo. En todos lados se prohíbe.

Ni siquiera con tasa fija estás protegido; en la práctica no existen. Recuerdo que los contratos a tasa fija tienen una cláusula que dice: Si las condiciones de mercado cambian, o lo ameritan o ...

Entonces tenemos una situación de riesgo cambiario y de tasa de interés. El problema se resuelve si los bancos cuentan con una fuente de financiamiento de largo plazo, en moneda nacional y a una tasa fija. Por eso empujamos el proyecto de ley de creación de los bonos hipotecarios cubiertos, tomado de la experiencia alemana. Esta ley ya fue promulgada y su reglamento debería sacarlo el MEF antes del fin de febrero. Lo que hace el bono es emitir a plazos largos y tener de respaldo una cartera que lo mantendrá en el banco, entonces logras que tu crédito esté a una tasa verdaderamente fija. Es un

instrumento que funciona muy bien en Europa y que se ha ido extendiendo. Otra política para penalizar la miopía del endeudamiento en dólares es la introducción de provisiones más altas a todos los créditos en dólares, en particular al crédito de consumo e hipotecario, así como al crédito a empresas que no generan caja en dólares.

¿Eso lo hace la SBS?

Lo está haciendo, pero puede hacerlo más duro. Así se interiorizan los riesgos en la tasa de interés. Si alguien quiere hacerlo, que lo haga, pero te debe costar más...

Michael Porter dijo en la CADE que había una burbuja, y la gente se sorprendió. Pero luego, hacia finales de año, el presidente del BCR, Julio Velarde, señaló que le preocupaba la tasa a la que estaban creciendo los créditos.

Sin duda un *boom* crediticio precede a muchos problemas en el sistema financiero y en la economía real, porque eventualmente conducirá a una restricción crediticia. Este es un riesgo y lo estamos monitoreando. Lo que dijo Porter en la CADE es que con certeza, o sea con probabilidad de 100%, el Perú está inmerso en una burbuja crediticia. Los excesos que pueden generarse con un *boom* crediticio pueden manifestarse en una inflación de activos en la que los precios de inmuebles o acciones tienen una tendencia insostenible. Sin embargo, recientemente hemos mostrado en un estudio que los alquileres anuales pueden recuperar el valor de un inmueble en 13 años, cifra que en condiciones de burbuja debería exceder a 20 años. Por lo tanto, esta variable no confirma un diagnóstico de burbuja.

Los bancos casi regalan el dinero, incluso a personas con altos niveles de endeudamiento. Las tarjetas de crédito están siendo utilizadas para hacerlo sin el control exigido para otro tipo de créditos.

Lo que señalo no quiere decir que no haya nada que hacer. Cuidar el crédito en dólares, o penalizarlo más, creo que eso sí se puede trabajar, así como constatar la situación de los controles de la calidad del crédito. No es que neguemos el riesgo, solo que no hay indicadores ni de burbuja ni de *boom*. De que hay que cuidarnos, sí. Mucho de prevención. Y la SBS es muy técnica en eso.

¿Cómo ves las decisiones del banco durante este año en lo que respecta a la tasa de interés?

¿Cuánto subirá?

El crecimiento de la actividad económica y la demanda interna ha llevado al banco central a empezar a retirar los estímulos monetarios que se introdujeron en el cuarto trimestre del año 2008, esto es, durante el agravamiento de la crisis *subprime*. Por ello, entre mayo y septiembre del año

pasado se elevó la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 1,25 a 3%, y ahora en enero, a 3,25%. Esta tasa de interés implica aún un grado de estímulo, pero su remoción depende de la lectura de variables internas y externas. No debe olvidarse, además, que la tasa de referencia no es la única herramienta de la política monetaria. Simultáneamente, se ha venido aumentando las tasas de encaje para obligaciones en moneda nacional y moneda extranjera de las entidades financieras, para así atenuar el crecimiento del crédito originado en una mayor disponibilidad de liquidez internacional. Esta reducción de los estímulos se ha efectuado de manera preventiva, esto es, sin que se hayan presentado presiones inflacionarias por un excesivo dinamismo del gasto privado. Por el contrario, la inflación en el 2010, de 2,1%, ha sido la más baja de la región. En adelante, la combinación de ajustes en la tasa de referencia y las tasa de encaje dependerán

Los guardianes de la bóveda. Renzo Rossini y el equipo principal del BCR en pleno.



del sostenimiento de expectativas de inflación bien ancladas en la meta de inflación del BCR y de que el flujo crediticio resulte excesivo por causa, por ejemplo, de entradas de capitales externos en volúmenes significativos y no sostenibles. Sin duda que este escenario se complica en un entorno de alzas de precios en los mercados internacionales de los *commodities* que importamos y que forman parte de la canasta del consumidor, pero la experiencia nos ha mostrado que estos eventos son de carácter temporal y en muchos casos reversibles, por lo que desde la óptica de la política monetaria es prioritario preservar las expectativas de la inflación futura bien ancladas.

Para ir terminando... no se llegó a aprobar –en segunda votación en el Congreso– la reforma constitucional para que el directorio del BCR no se renueve cada cinco años en paralelo a la entrada de cada nuevo gobierno. ¿Cuán complicado es que se cambie todo el directorio de golpe?

Esperamos que se vuelva a retomar en la siguiente legislatura, porque en ese punto estamos por debajo de los estándares de los principales bancos centrales, debido a que el cambio de la totalidad de directores implica una negociación política en ocasión de cada cambio de gobierno.

Eso es riesgoso...

Sí, pero hasta ahora diría que no ha habido nada catastrófico. Eso ha sido así gracias al marco institucional que le da al banco un mandato claro y único de preservar la estabilidad monetaria, que establece que el banco se rige solamente por su Ley Orgánica, que los directores no puedan ser removidos salvo que aprobasen créditos al gobierno o a la banca de fomento, u otras medidas dañinas como los tipos de cambios múltiples, que no representan a interés privado alguno y que deciden a la luz de propuestas técnicas. Sin embargo, un proceso de selección paulatino y desligado del ciclo político crearía una oportunidad más calmada para la búsqueda de directores.

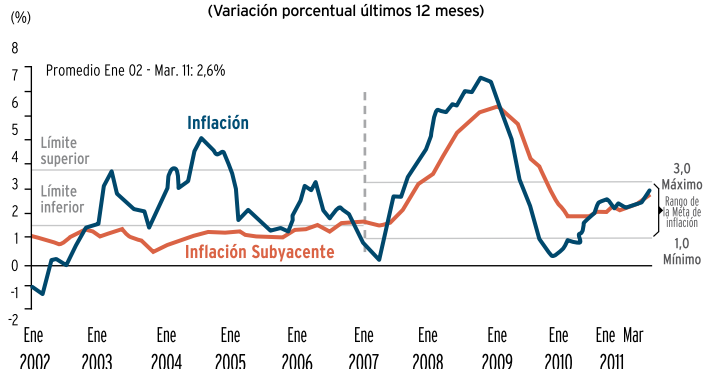
Termina la entrevista, apagamos la grabadora y recordamos que nos habían contado que Renzo Rossini tenía una vinculación con el deporte. Se lo consultamos y nos lo confirma. "Fui campeón sudamericano de menores en lanzamiento de martillo en Santiago de Chile [en 1976]", nos dice con orgullo. ¿Y lo sigues practicando? "Espero competir en el Sudamericano Máster en Lima en el 2012". ¿Qué cualidades crees que este deporte te ha ayudado a desarrollar? "El margen para la improvisación es ínfimo, aprendes desde un principio que los resultados se logran con planificación, mucha preparación y con bastantes ganas de mejorar tus propias marcas, y, por supuesto, de ganar". ■



Indicadores económicos

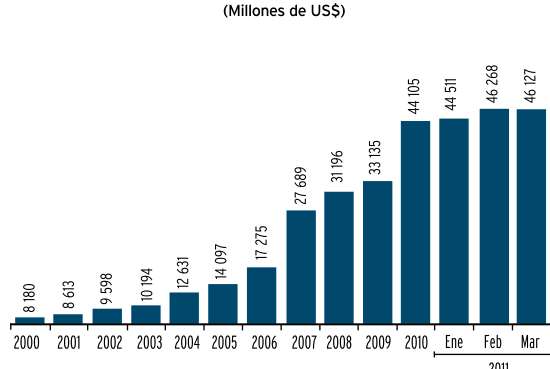
Inflación e Inflación subyacente

(Variación porcentual últimos 12 meses)



Reservas Internacionales Netas

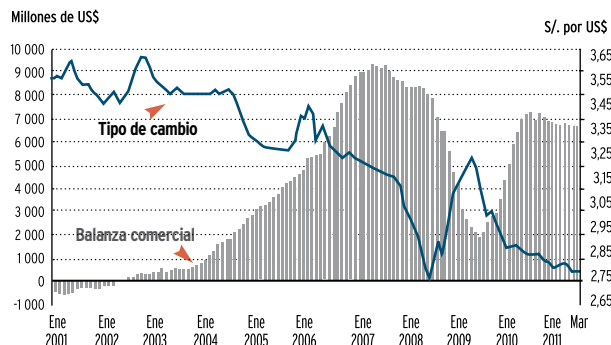
(Millones de US\$)



► Desde marzo de 2010 la tasa de inflación se ubica en el rango meta con una tasa de 2,08 por ciento a diciembre de 2010 y 2,7 por ciento a marzo de 2011. Al igual que en otras economías emergentes, el alza de los precios internacionales de alimentos y combustibles viene ejerciendo una presión de costos que no se ha trasladado mayormente a los precios finales porque los empresarios han venido reduciendo sus márgenes de ganancia; la oferta local de alimentos, particularmente de productos agrícolas ha sido favorable; y se mantiene operando el mecanismo del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles.

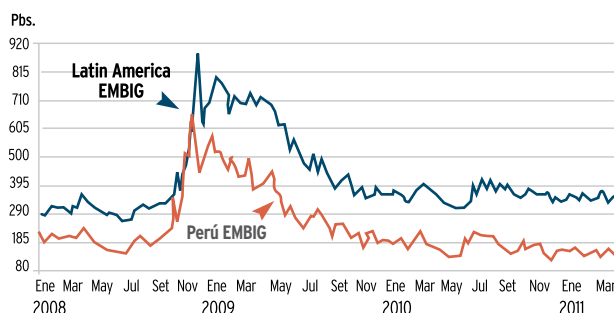
► Las reservas internacionales muestran un incremento de US\$ 2 022 millones entre diciembre de 2010 y marzo de 2011, principalmente por los mayores depósitos de las empresas bancarias en el BCRP y la intervención del Banco Central en el mercado cambiario a través de la compra directa de dólares y la colocación de CDLD BCRP. Con ello, el saldo de las RIN alcanzó US\$ 46 127 millones al cierre de marzo de 2011 y representa el 81 por ciento del total de las obligaciones externas de corto plazo más la liquidez total.

Balanza comercial anual y tipo de cambio promedio mensual



Indicadores de riesgo país

(En puntos básicos)



► La balanza comercial alcanzó un superávit US\$ 6 750 millones durante 2010, debido a las mayores exportaciones tradicionales (US\$ 270 millones) -particularmente plomo y estaño- y no tradicionales (US\$ 334 millones) -principalmente químicos, siderometalúrgicos y agrícolas- Asimismo, en febrero, la balanza comercial fue positiva en US\$ 766 millones. Las exportaciones aumentaron 25,2 por ciento impulsadas por el mayor volumen de las exportaciones no tradicionales (19,2 por ciento) y los mayores precios de los productos tradicionales (31,0 por ciento). De otro lado, entre diciembre de 2010 y marzo de 2011, el tipo de cambio nominal promedio se apreció 1,4 por ciento, mostrando un comportamiento diferenciado.

► En marzo de 2011, el promedio del riesgo país medido por el *spread* del EMBIG Perú se ubicó en 157 puntos básicos, nivel similar al registrado en diciembre de 2010. Este actual nivel está sustentado por las mejores perspectivas de los fundamentos de la economía peruana. Cabe destacar que Moody's otorgó el grado de inversión a la deuda soberana del Perú en diciembre de 2009. Igualmente, las agencias Fitch y Standard & Poor's mantuvieron estable su calificación (BBB-, en ambos casos). El grado de inversión concedido por las principales agencias calificadoras de riesgo refleja la solidez de las cuentas fiscales y de la economía peruana.

Indicadores mensuales

	2010				2011		
	Mar	Jun	Set	Dic	Ene	Feb	Mar
PBI (Var. %)	8,9	12,0	10,3	8,9	10,0	8,5	n.d.
Inflación mensual (%)	0,28	0,25	-0,03	0,18	0,39	0,38	0,70
Inflación 12 meses (%)	0,76	1,64	2,37	2,08	2,17	2,23	2,66
Tipo de cambio venta (S/. por US\$)	2,840	2,839	2,791	2,816	2,787	2,772	2,780
Tipo de cambio real (Dic 2001=100)	96,1	94,1	95,7	98,2	97,6	97,7	98,0
Tasa de interés de ahorros (%) en S/.)	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Tasa de interés Preferencial corporativa a 90 días (%) en S/.)	1,7	2,3	3,8	3,6	3,8	4,1	4,4
Tasa de interés de ahorros (%) en US\$)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Tasa de interés Preferencial corporativa a 90 días (%) en US\$)	1,3	1,6	2,9	2,1	2,2	2,5	2,8
Balanza comercial (mill. US\$)	443	813	604	1 027	215	766	n.d.
Exportaciones (mill. US\$)	2 830	3 107	3 302	3 713	2 931	3 325	n.d.
Importaciones (mill. US\$)	2 387	2 294	2 698	2 686	2 715	2 558	n.d.

Indicadores trimestrales

	2009					2010	
	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año	
PBI (Var.%)	0,9	6,2	10,0	9,6	9,2	8,8	
Consumo privado	2,4	5,4	5,8	6,2	6,5	6,0	
Inversión privada	-15,1	11,5	24,5	28,6	24,1	22,1	
PBI de los sectores primarios	1,0	0,9	2,2	0,0	1,1	1,1	
PBI de los sectores no primarios	0,8	7,2	11,9	11,4	10,7	10,3	
Manufactura	-7,2	7,5	16,8	17,4	13,0	13,6	
Balanza en Cuenta Corriente (%PBI)	0,2	-1,6	-0,9	-2,3	-1,3	-1,5	
Sector Público (%PBI)							
Resultado económico del Sector Público no Financiero	-1,6	3,0	2,1	-1,1	-5,6	-0,5	
Ingresos corrientes del gobierno central	15,9	18,1	18,0	16,6	16,2	17,2	
Gastos no financieros del gobierno central	16,5	14,2	14,9	17,0	18,7	16,3	
Deuda pública total	27,2	25,4	24,2	23,7	23,9	23,9	
Deuda pública externa	16,2	15,3	14,0	13,6	12,9	12,9	
Deuda pública interna	11,0	10,2	10,2	10,0	10,9	10,9	

Empresarios, Estado y el juego político en el Perú, 1850-1930



Rory Miller, historiador británico, autor del libro

LUIS FELIPE ZEGARRA*

* PhD en Economía (University of California, Los Angeles). Actualmente, es profesor de Economía y director del Centro de Estudios Sociales, Industriales y Económicos de la Pontificia Universidad Católica del Perú, la Escuela de Negocios de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
lfzegarrab@pucp.edu.pe

El libro *Empresas británicas, economía y política en el Perú, 1850-1934* del profesor Rory Miller¹ es un conjunto de doce artículos previamente publicados (aunque no necesariamente de fácil acceso para los estudiantes y profesionales de la historia económica peruana), nos brinda información sobre la interacción entre empresarios británicos, empresarios nacionales y políticos en la segunda mitad del siglo XIX y principios del siglo XX, procurando no solo describir en qué consistió tal interacción, sino además tratando de explicar la racionalidad del comportamiento tanto de empresarios como políticos.

RELACIONES DE DEPENDENCIA

Uno de los logros más importantes en el trabajo de Miller es la profundización en el análisis del juego político. En varios de sus artículos, Miller nos muestra que las relaciones entre empresarios y políticos fueron mucho más dinámicas y complejas de lo que muchos historiadores habían sugerido.

Un punto importante es que la acción colectiva de los empresarios nacionales y extranjeros ha sido sobrestimada por muchos historiadores. Por un lado, Miller sostiene que no existió una clase oligárquica estática y sin conflictos. La evidencia parece mostrar que los empresarios costeños no actuaron necesariamente como una clase cohesionada y unida para influenciar en las decisiones del Ejecutivo. El rol de las asociaciones de hacendados fue más limitado de lo que muchos piensan en la defensa de intereses colectivos de hacendados de índole nacional. Miller sostiene, por ejemplo que *la mayoría de los hacendados querían sobre todo guardar sus propios intereses locales (...)* Además, *la defensa de los intereses locales significaba que la familia entraría en conflicto con otros hacendados vecinos, resultando que en el ámbito nacional la política estaría llena de luchas personales dentro de la élite por causa de esas rivalidades* (p. 320).

Los empresarios extranjeros tampoco parecen haber formado una clase cohesionada en defensa de sus intereses colectivos. En el caso de la industria del petróleo, dos episodios muestran que no existía una alianza sólida entre la International Petroleum Company (IPC) y Lobitos Oilfields Ltd. En 1918, la IPC suspendió sus actividades como mecanismo de presión al gobierno peruano, sin dar advertencia previa a la Lobitos. Asimismo, las modificaciones posteriores en los derechos de exportación sugieren que la Lobitos tuvo que negociar por su cuenta. Miller sostiene además que el gobierno, primero al atacar la concesión de la IPC y luego sus ventas locales, pudo introducir una cuña entre ambas compañías. La Lobitos tuvo que negociar independientemente con el gobierno a través de préstamos, pagos en efectivo o compras de moneda extranjera. En otros casos, los grupos de empresarios extranjeros tampoco eran cohesionados. En el caso del comercio de la lana, Miller sostiene que hay poca evidencia de la colusión entre comerciantes extranjeros para comprar a precios bajos. Las alianzas eran más bien frágiles y raramente duraban mucho.

Los grupos de empresarios nacionales y extranjeros, entonces, no parecen haber sido tan cohesionados como pudimos haber pensado. Los intereses individuales (más que los intereses colectivos empresariales) parecen haber tenido un peso importante en

¹ Editado por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y el instituto de Estudios Peruanos (IEP).

el juego político. Esto implica que las interacciones entre empresarios y políticos fueron mucho más complejas de lo que alguna vez se pensó.

Por otro lado, la evidencia presentada por Miller sugiere que los empresarios nacionales y los políticos nacionales no fueron necesariamente colaboradores de las empresas extranjeras. En muchos casos, hubo conflicto entre los intereses de algunos empresarios nacionales y algunos empresarios extranjeros. En estos casos, las elites locales presionaban a sus representantes en el Congreso, para que estos a su vez presionaran al Ejecutivo por una modificación en una concesión o contrato con las empresas extranjeras en cuestión. Tampoco parece ser cierto que los empresarios extranjeros hayan “dominado” a los empresarios nacionales. En el comercio de la lana, Miller indica que *los terratenientes y políticos locales fueron frecuentemente críticos de los comerciantes, así como la Peruvian Corporation, y culparon a los intermediarios británicos de impedir el desarrollo de la región por pagar bajos precios por la lana e imponer altas comisiones por sus servicios* (p. 423). Esto, sin embargo, no refleja necesariamente una relación de dominio de parte de los nacionales. Para que ello sea cierto, los comerciantes tendrían que haberse coludido con el fin de pagar precios bajos. Miller sostiene que una manera en que el grupo de comerciantes británicos puede haber explotado a los productores locales es a través del establecimiento de un cartel de compradores para fijar los precios pagados a los productores. Sin embargo, existe poca evidencia de que lo hicieran de manera exitosa después de la Guerra del Pacífico. En general, pues, las estructuras de mercado no parecen haberle permitido a los empresarios extranjeros abusar de un supuesto poder de mercado.

El gobierno peruano no actuó tampoco necesariamente en función de intereses foráneos. Quizás el contrato con empresarios foráneos más impopular haya sido el contrato Grace. Miller, sin embargo, sostiene que el contrato Grace no fue un mal nego-

cio para el Perú. En el contexto particular en que se firmó este contrato, el Perú no tenía muchas alternativas para poder garantizar la recuperación económica luego de la derrota de la Guerra con Chile. El contrato Grace aseguró la recuperación del crédito al sector público, algo que parecía bastante difícil luego de haber perdido el salitre y experimentar una caída fuerte en las exportaciones de guano. De acuerdo con Miller, el gobierno veía el contrato no solo como un medio para restaurar su crédito, sino también como un método a través del cual obtener en el extranjero el capital que permitiría completar los ferrocarriles, estimulando así el desarrollo económico del país. Por otro lado, al representar el Congreso a las elites locales, y al ser el Ejecutivo un poder débil, en realidad, es difícil defender ahora la hipótesis que el Perú fue “sometido” a los intereses foráneos.

En resumen, la interacción entre empresarios y políticos fue bastante dinámica y compleja. Identificar los intereses individuales es importante para comprender el diseño de políticas, especialmente con respecto a las empresas nacionales y extranjeras. Los grupos empresariales no fueron tan cohesionados ni el Perú sometido a intereses foráneos como algunos habían postulado.

DESARROLLO ECONÓMICO

La obra de Miller nos permite además identificar algunos posibles factores que puedan haber limitado el desarrollo económico del país. Uno de ellos fue probablemente la geografía y la infraestructura de transporte. Los ferrocarriles han sido tradicionalmente vistos como una gran innovación tecnológica. Tal como sostiene Miller, en el Perú, la alternativa al ferrocarril era el sistema tradicional de mulas, un sistema lento y caro. En ese sentido, el ferrocarril, a pesar de ser un monopolio, llevó a una reducción en los costos de transporte en la sierra central, lo que permitió el incremento en la producción de cobre hacia principios del siglo XX.



Pese a los beneficios sociales del ferrocarril, hubo pocos ferrocarriles en el Perú. El Perú tenía apenas 0,7 kilómetros de ferrocarriles por cada mil personas, proporción bastante menor que en Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, Cuba, México, Panamá, y Uruguay. Al tener una red ferroviaria bastante limitada, los costos de transporte eran todavía muy altos en gran parte del territorio nacional. Estos altos costos de transporte pueden haber tenido un impacto significativo en el desarrollo de vastas regiones del país.

Miller también ha estudiado la corrupción en el país. Aunque hubo un rompimiento político con el orden colonial, la corrupción siguió existiendo en el Perú después de 1821. A niveles bajos del gobierno, siguieron existiendo los mismos incentivos para corromper o ser corrompidos. A niveles altos del gobierno, la caída del poder central y la falta de control habrían fomentado la corrupción, especialmente con el aumento de la inversión extranjera y el boom comercial. Las épocas de auge habrían aumentado las oportunidades de corrupción. En lo que se refiere a inversión en portafolio, las autoridades autorizaban préstamos al Estado o la utilización de dichos préstamos a cambio de comisiones. En lo que se refiere a inversión extranjera, la corrupción se produjo pues las empresas extranjeras muchas veces requerían concesiones, operaban como monopolios y necesitaban nexos con el poder político para sus actividades diarias. La corrupción probablemente afectó el desarrollo económico del Perú, al ocasionar una asignación ineficiente de los recursos públicos.

La falta de credibilidad en las reglas de juego ha sido mencionada por varios economistas como una causa de bajos niveles de inversión privada y de bajas tasas de crecimiento económico. A partir de la evidencia presentada por Miller, uno puede extraer la conclusión de que el Perú fue un país que no brindó necesariamente un clima de estabilidad a los inversionistas extranjeros. La suspensión de pagos de la deuda, la corrupción y los intentos de expropiar algunas empresas extranjeras redujeron probablemente la confianza en el Perú y aumentaron el riesgo país. Así, Miller indica que en 1910, la empresa Chimbote Syndicate señalaba que “las acciones peruanas no estaban bien vistas por las casas financieras de Londres y por los bancos de inversión, a menos que tales emisiones se hagan en la forma de bonos, y que el interés de los mismos esté garantizado por el gobierno peruano y respaldado por impuestos buenos y sólidos” (p. 432). Unos años antes, en 1898, el presidente de la Peruvian Corporation describió al Perú como “la típica república suramericana que incumple sus pagos” (p. 435).

Por otro lado, la utilización de los recursos públicos no era adecuada. Miller sostiene que el Perú enfrentaba la quiebra en 1872. Se habían disipado los recursos públicos (provenientes en gran parte

“La obra nos permite identificar algunos posibles factores que puedan haber limitado el desarrollo económico del país”

de préstamos) en ferrocarriles y en gasto corriente. Para 1872, la deuda externa total era 35 millones de libras esterlinas, lo cual implicaba que los ingresos del guano solo servían para pagar el servicio de la deuda. La construcción de ferrocarriles había sido hecha de manera ineficiente. Dichas obras “fueron mal planificadas, costosas y especulativas. La línea de Moquegua fue mal ubicada: sus curvas eran demasiado agudas, su pendiente empinada y sus terraplenes no eran seguros. El ferrocarril de Chimbote fue iniciado antes de considerar el difícil cruce de los valles. La línea de La Oroya —una línea a la luna— quedó sin concluir, lejos de su propuesta terminal andina. La red, que a menudo no lograba competir con llamas y mulas, resultó no ser rentable. Mollendo, un fondadero que aún estaba prácticamente deshabitado, pasó a ser la estación terminal del Ferrocarril del Sur” (p. 35-36). Esto implica que los recursos públicos no fueron utilizados de manera eficiente, lo que llevó a un derroche de recursos y una baja productividad de los proyectos de inversión pública.

En general, queda la sensación de que el Perú no tuvo un plan estratégico de largo plazo, que considerara las metas a alcanzar y los medios disponibles. En particular, las políticas públicas respondieron a las necesidades de corto plazo, y solo en ocasiones se tuvo una visión de largo alcance. En estas circunstancias, las políticas no garantizaron el crecimiento económico sostenido.

A MODO DE CONCLUSIÓN

El trabajo de Miller es sin duda una contribución significativa a la comprensión de nuestro pasado. Representa un trabajo serio que nos permite entender mejor la interacción entre economía y política. Primero, rompe con la tradición “dependentista” que había dominado parte de los trabajos de historia. Y segundo, nos brinda evidencia que nos permite entender mejor las razones de nuestro lento desarrollo económico en este periodo.



libros y certámenes

► **“LA INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL”**. El 20 de enero se presentó este libro del doctor Manuel Monteagudo Valdez, coeditado con la Universidad del Pacífico y el Instituto de Estudios Peruanos. El libro fue presentado por el doctor Efraín Gonzales de Olarte, vicerrector académico de la Pontificia Universidad Católica del Perú y el doctor César Landa Arroyo, ex presidente del Tribunal Constitucional.



► **MONEDA DE UN NUEVO SOL, ALUSIVA A LAS CHULLPAS DE SILLUSTANI**. El 23 de febrero se presentó esta moneda de la serie numismática “Riqueza y Orgullo del Perú”. Las monedas de esta serie numismática circularán de forma simultánea con las actuales monedas de S/. 1,00.

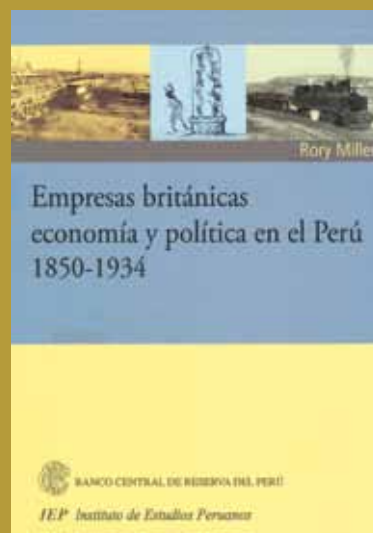
► **XXI REUNIÓN DE PRESIDENTES DE LOS BANCOS CENTRALES DE LOS PAÍSES MIEMBROS DEL MERCOSUR, CHILE, BOLIVIA, PERÚ Y VENEZUELA**. Esta actividad, realizada entre el 24 y 25 de febrero, tuvo como finalidad intercambiar opiniones sobre la coyuntura internacional y evaluar las implicaciones del escenario mundial sobre el manejo y evolución de nuestras economías.



► **REPORTE DE INFLACIÓN**. El 18 de marzo, el gerente general y el presidente del Banco Central, presentaron a los tesoreros de los bancos, analistas económicos y representantes de los medios de comunicación, el reporte de inflación de marzo.



► **CLAUSURA DEL 58° CURSO DE EXTENSIÓN UNIVERSITARIA DE ECONOMÍA Y EL 4° CURSO DE FINANZAS AVANZADAS**. En el primero participaron 35 alumnos, 20 de las universidades de Lima y 15 de las de provincias. En el Curso de Finanzas Avanzadas participaron 25 alumnos, 20 de universidades de Lima y cinco de provincias.



► **EMPRESAS BRITÁNICAS, ECONOMÍA Y POLÍTICA EN EL PERÚ 1850 - 1934**

AUTOR: RORY MILLER

El libro “Empresas británicas, economía y política en el Perú, 1850-1934”, del historiador inglés Rory Miller, es una publicación editada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y el Instituto de Estudios Peruanos (IEP), como una contribución a la difusión de nuestra rica historia económica. La publicación reúne un conjunto de artículos sobre la historia del Perú durante la segunda mitad del siglo XIX y el primer tercio del siglo XX, que tiene como común denominador el análisis de la interacción entre la economía y la política, entre los intereses de las empresas extranjeras (dominadas en el Perú de entonces por la presencia británica), y los de la élite económica y la política nacional.

SERIE NUMISMÁTICA RIQUEZA Y ORGULLO DEL PERÚ

El Banco Central de Reserva del Perú, de conformidad con el artículo 44 de su Ley Orgánica, pondrá en circulación a partir del 24 de noviembre de 2010, la tercera moneda de la Serie Numismática Riqueza y Orgullo del Perú, alusiva a la Estela de Raimondi.

Estas monedas son de curso legal, circularán de forma simultánea con las actuales monedas de S/. 1,00 y sus características son las siguientes:

DENOMINACIÓN	S/. 1,00	CANTO	Estriado
ALEACIÓN	Alpaca	AÑO DE ACUÑACIÓN	2010
PESO	7,32 g	EMISIÓN MÁXIMA	10 000 000
DIÁMETRO	25,50 mm		



ESTELA DE RAIMONDI

La Estela de Raimondi refleja el estilo artístico de la Cultura Chavín que se desarrolló especialmente en la provincia de Huarí, y que fue uno de los principales centros religiosos y culturales del hemisferio occidental.

Fue el primer objeto de estilo Chavín que se dio a conocer, y por su complicada decoración metafórica probablemente pertenece a la época tardía de Chavín, entre los siglos VIII y V a.C.

Se trata de una losa de granito de 1,98m de alto por 74cm de ancho, que tiene tallada en una de sus caras a 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, sosteniendo en cada mano, una especie de báculos. Las manos y los pies terminan en garras.

Luis G. Lumbreras Salcedo



La moneda de Cinco centavos

En agosto de 1917 se promulgó la Ley N° 2425, que disponía la acuñación de monedas de níquel en los valores de veinte, diez, y cinco centavos. A la moneda de cinco centavos le correspondía una aleación de 75% de níquel y 25% de cobre. Las otras denominaciones eran de puro níquel. Se acuñaron en la ceca de Filadelfia entre los años 1918 y 1926, y en la Real Casa de Londres entre 1934 y 1941.

En general, la moneda de níquel acompañó la vida diaria de los peruanos por muchos años y se mantuvo casi invariable hasta 1965.

Características: en el anverso, el busto de la Libertad y en la parte superior la leyenda "República Peruana". En la parte inferior, el año de acuñación en letras. En el reverso, al centro, el valor de la moneda en cifras y una rama de palma, y en la parte inferior, la palabra "centavos".



MUSEO NUMISMÁTICO DEL PERÚ

Jirón Junín 781, Lima