



● ● ●
CHINA

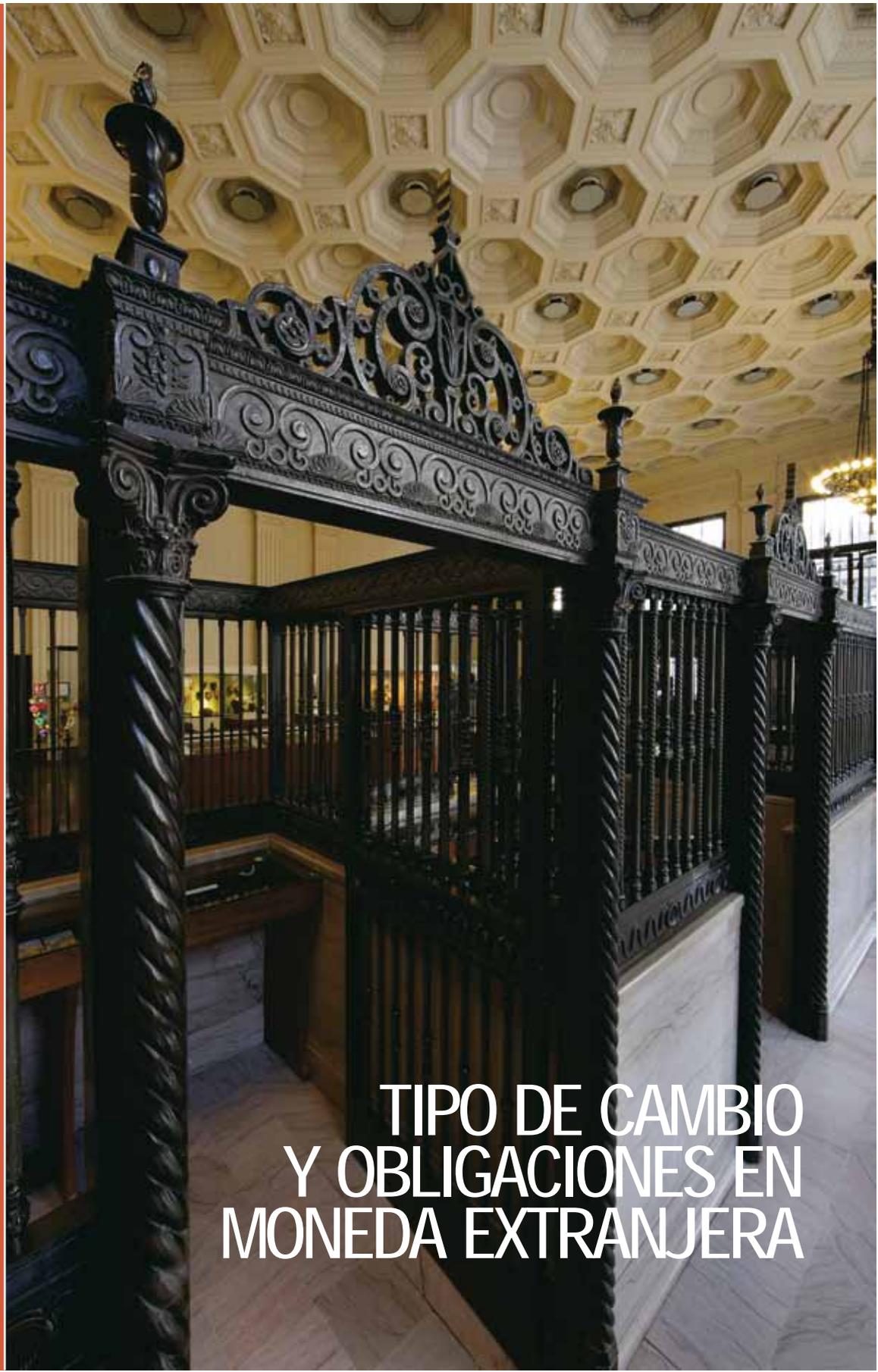
Riesgos de su desarrollo
y estabilidad

● ● ●
ANÁLISIS

Nivel de endeudamiento
de las micro y
pequeñas empresas

● ● ●
METODOLOGÍA

Indicadores líderes



TIPO DE CAMBIO Y OBLIGACIONES EN MONEDA EXTRANJERA



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

VIII CONCURSO ESCOLAR BCRP 2013

RESULTADOS

Ensayos finalistas

Puesto	Título	Alumno 1	Alumno 2	Alumno 3	Profesor	Director	Colegio
1	Menores intereses, mayores proyectos, mejor economía para los peruanos	Ricardo Paolo Pintado Calderón	Rosita Elizabeth Vite Antón	Luis Anthony Sánchez Imán	Geraldo Rufino Lalupú	Jorge Morán Fernández	I.E. N° 14739 Eliseo Alcides Bernal (Paíta, PIURA)
2	Entusiasmo sí, triunfalismo no... a cumplir los retos pendientes del Perú	Raquel Joseline López Altamirano	Ruth Caroline López Altamirano	Aurora Fiorella Pérez Parra	Walter Mayhuiiri Huayhua	Moisés Paulino Sarmiento Bocángel	Juan Croniqueur (El Agustino, LIMA)
3	Un recorrido por la historia del Sol: cambios y permanencias	Martin Coli Romero	José Ignacio Chiang Velásquez	Daniela Yep Choy	Juan Manuel Rengifo Jiménez	Úrsula Lourdes Toro-Lira Pardo	Nuestra Señora del Carmen – Carmelitas (Miraflores, LIMA)

Sesión de aprendizaje ganadora

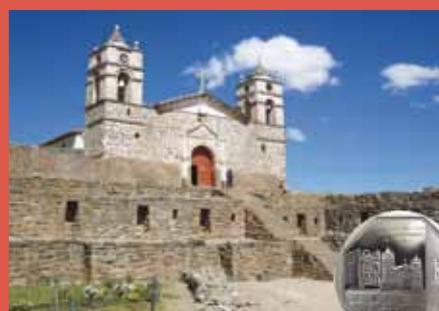
Autor	Título	Tema	Colegio
Profesor Geraldo Rufino Lalupú	Menores intereses, mayores proyectos, mejor economía para los peruanos	Importancia del desarrollo del mercado de capitales en el Perú	I.E. N° 14739 Eliseo Alcides Bernal (Paíta, PIURA)



Moneda alusiva al Templo Inca Huaytará, Huancavelica.



Moneda alusiva a Kuntur Wasi, Cajamarca.



Moneda alusiva al Templo del Sol, Vilcashuamán, Ayacucho.



Moneda alusiva a la Fortaleza del Real Felipe, Callao.





Sumario

MONEDA

Diciembre 2013



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

PRESIDENTE JULIO VELARDE FLORES /
DIRECTORES LUIS ARIAS MINAYA, JOSÉ GALLARDO KU, EDUARDO FRANCISCO GONZÁLEZ GARCÍA, DRAGO KISIC WAGNER, JAIME SERIDA NISHIMURA, GUSTAVO ADOLFO YAMADA FUKUSAKI / **GERENTE GENERAL** RENZO ROSSINI MIÑÁN / **EDITOR DE LA REVISTA** JOSÉ ROCCA ESPINOZA.

CARÁTULA: DETALLE DE LAS VENTANILLAS DE ATENCIÓN AL PÚBLICO EN EL ANTIGUO LOCAL DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA, DONDE ACTUALMENTE FUNCIONA EL MUSEO DEL BCRP. FOTO: DANIEL GIANNONI.

ISSN (impreso): 1991 - 0592

ISSN (digital): 1991 - 0606

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

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

✦ Jirón Miró Quesada 441-445, Lima.

Teléfono: 613 2061

www.bcrp.gob.pe

4 EL TIPO DE CAMBIO APLICABLE A LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS EN MONEDA EXTRANJERA

SHOSCHANA ZUSMAN

Analiza la vigencia de la Resolución Cambiaria 007-91-EF/90, expedida por el BCRP en marzo de 1991, la cual precisa los alcances del artículo 1237° del Código Civil.

10 CHINA: RIESGOS QUE ENFRENTAN SU DESARROLLO Y ESTABILIDAD

CARLOS PEREYRA

Se da cuenta del desempeño económico de China a la luz de las vulnerabilidades financieras y fiscales que presenta su vigoroso crecimiento.

14 RIESGO CAMBIARIO EN LAS EMPRESAS

GIANCARLO CHANG

Estudia la exposición cambiaria de las empresas en un contexto de alta volatilidad del tipo de cambio.

19 ANALIZANDO EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LAS MICRO Y PEQUEÑAS EMPRESAS

JORGE MUÑOZ, MAURICIO CONCHA Y ÓSCAR SALAZAR

Analizan la tendencia en el endeudamiento de estas empresas con el sistema financiero para identificar potenciales señales de un excesivo endeudamiento.

24 SOLIDEZ DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS Y EL COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA

MARÍA TERESA GARAYAR

Da cuenta de la necesidad de prepararnos mediante medidas adecuadas y salvaguardas; así como afinar la medición y el seguimiento de las operaciones de las instituciones financieras para enfrentar las crisis.

30 CRECIMIENTO DE LOS SOCIOS COMERCIALES Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: EFECTOS SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

ALAN LEDESMA

El autor evalúa la relevancia de estas dos variables en la dinámica del crecimiento del producto bruto interno (PBI).

33 EXPORTACIONES NO TRADICIONALES 2002-2012: UNA HISTORIA DE CRECIMIENTO, APERTURA Y DIVERSIFICACIÓN

MANUEL RUIZ Y RAFAEL VERA TUDELA

Estudian el significativo potencial en las exportaciones no tradicionales, por lo que consideran que se debe aprovechar la oportunidad para sostener las tasas de crecimiento registradas en los últimos 10 años, dinamizando estas exportaciones a través de la mejora transversal del clima de negocios nacional y de la apertura comercial.

37 BREVE RESEÑA DEL MERCADO DEL PETRÓLEO

CÉSAR CARRERA Y JESUS FERREYRA

Desde una perspectiva histórica y de coyuntura, presentan los elementos que interactúan en el mercado del petróleo.

42 PROPUESTA DE UN INDICADOR DE ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

JORGE VEGA

Se propone un Índice de estabilidad macroeconómica que permite establecer un *ranking* entre los países latinoamericanos.

47 INDICADORES LÍDERES: LA TAREA PENDIENTE

JAIRO FLORES Y JIMENA MONTOYA

Los autores explican la construcción de indicadores adelantados y coincidentes que permitan analizar la coyuntura económica y facilitar la toma de decisiones en el corto plazo.

52 LIBROS Y CERTÁMENES

El tipo de cambio aplicable a las obligaciones contraídas en MONEDA EXTRANJERA

SHOSCHANA ZUSMAN*

La normativa expedida como consecuencia de la liberalización de la contratación en moneda extranjera, ha sido algo confusa. Ello se manifiesta, en particular, en relación a la vigencia o no de la Resolución Cambiaria 007-91-EF/90 (la RC 007) expedida por el Banco Central de Reserva del Perú (BCR, Banco Central o Banco) en marzo de 1991, que precisó los alcances del entonces vigente artículo 1237° del Código Civil referido a la concertación y pago de obligaciones en moneda extranjera. Lo anterior ha ocasionado que, en determinados ámbitos del comercio, se desconozca la obligatoriedad de la RC 007, sea porque se la considera derogada o porque parece ser una norma sin sanción, lo que incentiva a sus destinatarios a no tomarla en cuenta.

* Abogada consultora del BCRP.

Teniendo en consideración la importancia de dichos aspectos en la contratación entre privados, en especial, en aquellos contratos en los que éstos intervienen como consumidores, en este artículo se analizará la vigencia (o no) de la RC 007, dejando para una siguiente entrega la determinación de si dicha RC es o no una norma sin sanción.

I. LAS REGLAS Y PRINCIPIOS SOBRE LA DEROGACIÓN DE LA LEY

Dado que de lo que se trata es determinar si la RC 007 está o no vigente, es necesario hacer ciertas precisiones jurídicas sobre la derogación de la ley y, en particular, sobre su derogación tácita -la más frecuente, por lo demás- lo que permitirá al lector no abogado, seguir el análisis con mayor facilidad.

Pues bien; en el Perú, al igual que en cualquier otro sistema jurídico que adscribe al Derecho Continental¹, la ley es la fuente principal de dicho sistema. Las leyes se ordenan en la así llamada pirámide de Kelsen, concebida por el jurista austriaco Hans Kelsen para graficar cómo el sistema jurídico basado en la ley se autosostiene sin necesidad de recurrir a influencias extrañas, como, por ejemplo, la moral. Para dicho autor, el orden de las normas se hace por jerarquía, en una pirámide imaginaria en cuya cúspide se encuentra la Constitución y en cuya base está la norma de menor jerarquía -digamos que la Resolución Ministerial-, pasando por normas de rango intermedio como son, en el Perú, la ley, el Decreto Supremo y la Resolución Suprema. De esta forma, la norma de mayor jerarquía prima sobre la de menor jerarquía y así, el sistema legal puede ser aplicado, de conformidad con el Principio de No Contradicción. Entonces, si se produce una contradicción entre una norma de mayor jerarquía y una de menor jerarquía, prima la de mayor jerarquía, aplicándose la regla de «norma superior deroga a inferior», que es uno de los principios básicos de la derogación tácita de la ley. Si, en cambio, dicha contradicción no se produce, ambas normas -la jerárquicamente superior y la jerárquicamente inferior- pueden coexistir y ser aplicadas de manera armónica y coordinada. El mejor ejemplo de coexistencia de normas de distinta jerarquía es el del reglamento de una ley, caso en el cual ambas normas, una superior y otra inferior -pero ambas referidas a la misma materia- coexisten, por no haber contradicción entre ellas.

El método de Kelsen ha sido recogido en el artículo 51° de la Constitución, que establece

que «la Constitución prevalece sobre cualquier otra norma legal; la ley sobre normas de inferior jerarquía y así sucesivamente...»

Pero la regla de jerarquía es insuficiente para determinar la vigencia de una norma porque la contradicción puede producirse entre dos normas de igual jerarquía. Para ello, la segunda regla de derogación tácita de la ley es que «la ley posterior prima sobre la anterior». Y eso significa que, cuando se produce un conflicto entre dos normas, una anterior y una posterior, prima la segunda, que deroga tácitamente a la primera, siempre que la norma derogatoria sea de la misma o de mayor jerarquía que la norma derogada. En cambio, si dicha incompatibilidad no se produce, ambas normas -la anterior y la posterior- coexisten perfectamente. Así por ejemplo, si la ley A (anterior) permitía fumar en lugares públicos y la ley P (posterior) lo prohíbe, se entiende que la segunda ha derogado tácitamente a la primera.

La segunda regla de vigencia de la ley -la primacía de la ley posterior sobre la anterior- ha sido reconocida en el artículo I del Título Preliminar del Código Civil, en cuya parte pertinente establece que «la ley se deroga sólo por otra ley. La derogación se produce por declaración expresa, por **incompatibilidad** entre la nueva ley y la anterior y cuando ésta es íntegramente derogada por aquélla» (sub/neg.ag.).

Finalmente, la tercera regla sobre la vigencia de la ley, es la de la especialidad donde interesa el grado de generalidad de la norma, de forma tal que, para que una norma derogue tácitamente a otra, ambas deben tener el mismo nivel de generalidad. De lo contrario, independientemente de que la norma menos general (norma especial) sea anterior o posterior a la general, ella valdrá como excepción a esta última, siempre que la intención del legislador no haya sido la derogación total. La regla es, pues, «la ley especial no deroga a la ley general» (pues la primera vale como excepción) y «la ley general no deroga a la ley especial» (pues, la segunda vale como excepción). Si el nivel de generalidad, entonces, no es el mismo, se aplica la regla de la coexistencia.

Como puede verse, pues, el *quid* del asunto es la contradicción entre dos normas, donde, de producirse, una puede desaparecer por ser jerárquicamente inferior o anterior a la otra o ambas pueden coexistir, por ser una especial y la otra general. Dicha incompatibilidad «...resulta de la imposibilidad de su aplicación concurrente»,² de ambas normas, lo que ocurre en el ejemplo anterior en que una norma permite fumar en lugares públicos y la otra

¹ El Derecho Continental es el que corresponde al así llamado sistema romano-germano francés, que se caracteriza porque su principal fuente es la ley y porque sus normas están generalmente contenidas en Códigos y leyes unitarias. A diferencia del Derecho Anglosajón o *Common Law*, en el Derecho Continental la jurisprudencia no tiene un peso significativo.

² Espinoza, Espinoza, Juan; *Los principios contenidos en el Título Preliminar del Código Civil*; Editora Jurídica Grijley; 2011; p.80.

Con la Ley Orgánica del Banco Central, se precisó la competencia del Banco en materia de regulación cambiaria

lo prohíbe. Pero, dicha determinación no siempre es tan fácil como lo es en el caso del ejemplo porque la incompatibilidad se determina analizando si se trata de materias iguales y de destinatarios iguales y, además, «... [el intérprete] tendrá que analizar la finalidad de las leyes anteriores y de la posterior...»³ (sub/ag.), apreciación en la cual puede fácilmente «colarse» su subjetividad lo cual -aunque ocurre- no es lo deseable. Y, si se determina que no existe incompatibilidad, ambas normas coexistirán, pues, como señala Espinoza⁴, «mientras haya disposiciones de la ley precedente compatibles con las disposiciones de la sucesiva, éstas permanecen vigentes, aunque la nueva ley modifique notablemente la disciplina anterior».

Corresponde, entonces, aplicar las reglas de derogación tácita de la ley para determinar la vigencia o no de la RC 007. Pero, para ello, es preciso determinar previamente si, cuando emitió la RC 007, el Banco Central tenía o no potestad de emitir regulación cambiaria y si las mantiene en la actualidad, por ser la competencia del órgano que expidió la norma, presupuesto de su vigencia.

II. EL BANCO CENTRAL DE RESERVA COMO AUTORIDAD CAMBIARIA

Bajo el régimen de control de cambios que rigió en el país hasta el año 1991, el Banco Central no solo era el receptor de los ingresos de moneda extranjera del sistema financiero y el regulador de sus egresos, sino la autoridad encargada de dictar las resoluciones cambiarias necesarias, tanto para las operaciones en moneda extranjera, como para los contratos expresados en un signo monetario distinto al de la moneda nacional.

El fin del control de cambios llegó en marzo de 1991 con la expedición del Decreto Supremo No. 068-91-EF, modificado por el Decreto Supremo 078-91-EF (el DS 068), que estableció que el Estado garantiza la libre tenencia, uso y disposición interna y externa de la moneda extranjera, dejándose sin efecto el Decreto Ley No. 21953, que creó el sistema único de cambios (MUC)⁵. Bajo el nuevo régimen, el Banco retuvo su potestad de dictar, entre otras normas y resoluciones «...las normas que sean convenientes para los efectos de la mejor aplicación del Artículo 1237° del Código Civil» (artículo 4° del DS 068). Dicho Decreto Supremo fue luego elevado a rango de ley mediante el Decreto Legislativo 668 cuyo artículo 5° otorgó fuerza de ley a los artículos 1°, 2° y 4° del DS 068⁶.

Con la expedición de la Ley Orgánica del Banco Central (LO) en el año 1992, se precisó la competencia del Banco en materia de regulación cambiaria. Así, el artículo 83° de dicha ley, dispuso que «es prohibido al Banco establecer regímenes de cambio múltiples. Las disposiciones que en materia cambiaria dicte el Banco en ejercicio de sus atribuciones no establecen tratamientos discriminatorios», norma que permite deducir que el Banco tiene, sin lugar a dudas, potestades cambiarias. Potestades que, además, la norma reconoce expresamente cuando señala que la prohibición de discriminación se aplica a las disposiciones «que dicte el Banco en ejercicio de sus atribuciones». La LO dejó, pues, claramente establecido que el Banco cuenta con la atribución de dictar disposiciones cambiarias.

Siendo eso así, no cabe duda que, cuando, en marzo de 1991, el Banco Central expidió la RC 007, tenía la potestad de emitir regulación cambiaria. Y tampoco cabe duda que dicha potestad continúa vigente pues, desde la dación de la LO, no se ha producido cambio legislativo alguno que haya privado al Banco de dicha competencia.

III. ¿ESTÁ VIGENTE LA RC 007?

III.1 GÉNESIS DE LA CONTRATACIÓN Y PAGO DE OBLIGACIONES EN MONEDA EXTRANJERA: EL ARTÍCULO 1237° DEL CÓDIGO CIVIL Y LA RC 007

Si bien el Código Civil de 1936⁷ establecía en su artículo 1249° que «el pago de una deuda en moneda extranjera podrá hacerse en moneda nacional al tipo de cambio del día y lugar del pago», el régimen de control de cambios que rigió en el país hasta el inicio de la década del 90, prohibió

³ Ibidem; p.81.

⁴ Ibidem; p.80.

⁵ El Decreto Ley 21953 fue la última norma del régimen de control de cambios y fue el preámbulo del régimen de libertad cambiaria.

⁶ El artículo elevado a ley fue el que quedó modificado por el artículo 1° del Decreto Supremo N° 078-91-EF.

⁷ El Código Civil de 1936 fue derogado por el Código Civil de 1984.

la celebración de contratos en moneda extranjera. En efecto, el sistema de control de cambios fue reglamentado, entre otras normas, por el Decreto Ley No. 18275 expedido en mayo de 1970, que, además de prohibir a las personas naturales y jurídicas residentes en el país mantener y efectuar depósitos en moneda extranjera, les impidió «mantener y contraer acreencias y celebrar contratos en moneda extranjera, que correspondan ejecutar dentro del territorio de la República». Con lo cual, dicho Decreto Ley derogó tácitamente el artículo 1249° del Código Civil entonces vigente, dado que, según las reglas de derogación expuestas anteriormente, no era posible la aplicación simultánea del artículo 1249° del Código Civil y el Decreto Ley 18275, sencillamente porque el primero permitía pactar obligaciones en moneda extranjera, mientras que el segundo lo prohibía.

No obstante la derogación del artículo 1249° por el Decreto Ley 18275, la antes mencionada ley 21953 del 7 de octubre de 1977⁸ -que reestructuró el régimen cambiario vigente y derogó expresamente el Decreto Ley 18275- estableció en su artículo 2° que correspondía al Banco Central dictar las resoluciones cambiarias necesarias para las operaciones en moneda extranjera, «...y los contratos expresados en dicha moneda» (sub/ag.). Con lo cual, no es que la referida ley «reviviera» el artículo 1249° del Código Civil -pues, de conformidad con el artículo I del Título Preliminar del Código Civil y conforme señala la doctrina de manera unánime, la norma derogada no revive con la derogación de la norma derogatoria- sino restableció, aunque de manera indirecta, el régimen de libertad de concertar obligaciones en moneda extranjera.

Con la dación del Código Civil de 1984, se consolidó la libertad de los particulares de contratar en moneda extranjera pues dicho Código permitió, de manera expresa, la concertación de obligaciones en moneda extranjera y su pago en moneda nacional. Así, el artículo 1237° de dicho Código estableció que «**Pueden concertarse obligaciones en moneda extranjera no prohibidas por leyes especiales. El pago de una deuda en moneda extranjera puede hacerse en moneda nacional al tipo de cambio de venta del día y lugar del vencimiento de la obligación. Es nulo todo pacto en contrario. En el caso previsto por el párrafo anterior, si el deudor retardara el pago, el acreedor puede exigir, a su ejecución, que la deuda sea pagada en moneda nacional según el tipo de cambio de venta de la fecha de vencimiento de la obligación o el que rija el día del pago**»(sub/neg.ag.).

Como puede verse, la norma antes citada consagró la así llamada *facultas solutionis*, que establece el derecho del deudor de «...pagar en moneda del lugar de cumplimiento, siempre que, mediante ello, el acreedor reciba la prestación y vea satisfecho su derecho». Lo cual no ofrece problemas cuando «...el sistema económico permite una inmediata transformación o conversión de unas en otras monedas (dado que)...el acreedor no sufre perjuicio al poder por sí mismo y sin dificultad, transformar tal moneda en otra...» Y, no hay razón para que el acreedor se oponga «...si con ello recibe el equivalente de aquello que le es debido y puede de forma inmediata y sin perjuicio para él proceder a su conversión».⁹ La *facultas solutionis* es, pues, una regla lógica en un régimen de libertad cambiaria.

No obstante, el Decreto Ley 25878 de noviembre del año 1992 modificó el artículo 1237° del Código Civil, con la finalidad de permitir los pactos de inconvertibilidad, dejando con ello parcialmente de lado la *facultas solutionis*, que pasó a ser aplicable, sólo como regla supletoria, es decir, como regla que rige a falta de acuerdo de no convertibilidad. Así, el artículo 1237° quedó redactado de la siguiente manera: «**Pueden concertarse obligaciones en moneda extranjera no prohibidas por leyes especiales. Salvo pacto en contrario, el pago de una deuda en moneda extranjera puede hacerse en moneda nacional al tipo de cambio de venta del día y lugar de vencimiento de la obligación. En el caso a que se refiere el párrafo anterior, si no hubiera mediado pacto en contrario en lo referido a la moneda del pago y el deudor retardara el pago, el acreedor puede exigir, a su elección, que el pago en moneda nacional se haga al tipo de cambio de venta en la fecha de vencimiento de la obligación o al que rija el día del pago**» (sub/neg.ag.).

Pese a que la *facultas solutionis* es una norma lógica en un sistema de libertad cambiaria, la no convertibilidad cuenta con defensores. Ese es el caso de Senés¹⁰, para quien «...admitir una *facultas solutionis* en favor del deudor para pagar libremente en la moneda del lugar de pago sería tanto como **desnaturalizar el pacto de pago en moneda extranjera**, además de ir contra la letra y el espíritu del Código que consagra el alcance liberatorio del pago para los supuestos en que no sea posible la entrega en la especie pactada. Desde el punto de vista teórico... tanto la moneda extranjera como la nacional son dinero, **pero sería ilusorio el pacto de moneda extranjera si, indiscriminadamente se atribuyera al deudor la facultad de verificar el pago en la moneda que más le convenga**» (sub/neg.ag.).

⁸ Dicha norma fue modificada y ampliada por los Decretos Supremos No. 364-85-EF y el No. 159-87-EF y normas posteriores.

⁹ Díez Picazo, Luis; *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial; Las relaciones obligatorias*; Editorial Civitas; Madrid; 1996; p. 278 y 276.

¹⁰ Senés C, citada por *Ibidem*; p.278.

No compartimos el razonamiento de Senés, porque la moneda no es un objeto en sí mismo sino la expresión de un valor¹¹ y, mientras los valores intercambiados sean equivalentes y la conversión sea accesible a los particulares, el problema se reduce a la determinación de a quién corresponde hacer la conversión, si al deudor o al acreedor. Y eso puede resolverse de cualquiera de las dos maneras, pues, en el sistema del Código Civil, en el que se asume la igualdad teórica entre las partes, da exactamente lo mismo imponer a una o a la otra la carga de tener que hacer la conversión. Otra cosa será si una de las partes fuera un consumidor, caso en el cual, dicho razonamiento podría cambiar con normas de protección al consumidor.

Ahora bien; más allá de la discusión anterior, lo que interesa a efectos de este artículo es que, entre la vigencia de los dos textos del artículo 1237° del Código Civil, el Banco Central, en ejercicio de su potestad regulatoria en materia cambiaria, expidió, en marzo de 1991 la RC 007. Dicha RC estableció lo siguiente: *«Para efectos del pago derivado de las obligaciones en moneda extranjera que corresponda ejecutarse dentro de la República, distintas de los contratos de compra-venta de moneda extranjera, el tipo de cambio a que se refiere el artículo 1237° del Código Civil será el de venta Oferta y Demanda que rija en la entidad financiera que las partes hayan acordado en el contrato respectivo. Tratándose de obligaciones en las que no se hubiera designado la entidad financiera cuyo tipo de cambio se utilizará de referencia para el pago en moneda nacional, las partes contratantes acordarán dicha designación y, en su defecto, corresponde al deudor efectuarlo. Para el caso en que el día del vencimiento de la obligación, la entidad financiera no hubiese establecido el tipo de cambio de venta, éste será el que establezca la misma entidad el primer día hábil siguiente conforme se señala en el artículo 183 inciso 5) del Código Civil»* (sub/neg.ag.).

La RC 007 recogió lo dispuesto por el artículo 2° del DS 068¹² que, en adición al entonces vigente artículo 1237° del Código Civil estableció que *«el tipo de cambio para las operaciones en moneda extranjera será fijado por la oferta y la demanda»*. Conjuntamente con ello, dicha RC interpretó y complementó el referido artículo 1237°, estableciendo el mecanismo que debía reflejar la oferta y la demanda, que consistía en la designación de una entidad financiera, cuyo tipo de cambio sería el aplicable. El complemento introducido por la RC 007 era lógico y necesario porque, para pagar en moneda local una deuda

contraída en moneda extranjera, no basta con que el tipo de cambio sea el de venta del día y lugar del vencimiento de la obligación -como lo señalaba el anterior artículo 1237°- pues en un mercado libre -que se rige por la oferta y la demanda- no todas las entidades financieras ofrecen el mismo tipo de cambio. Por eso era necesario establecer el mecanismo de elección de la entidad financiera que sería el referente del tipo de cambio producto de la oferta y la demanda, así como al supuesto de falta de acuerdo entre las partes en la designación de dicha entidad. Las obvias omisiones del Código Civil pues, que impedía la correcta aplicación del artículo 1237°, fueron corregidas por la RC 007, mediante la interpretación y el complemento de su texto. Y dicha norma introdujo, además, la protección al deudor -que generalmente es el consumidor- adelantándose, de esa manera, a la legislación de protección al consumidor, expedida con motivo de la liberalización de la economía.

La RC 007, pues, interpretó y complementó el (insuficiente) texto del anterior artículo 1237°, sin modificarlo ni alterarlo pues, en efecto, el tipo de cambio aplicable al pago de una obligación en moneda extranjera continuó siendo el de venta del día y lugar del vencimiento de la obligación. Aplicando, entonces, las reglas y principios de derogación de la ley, la conclusión no puede ser otra que dicha RC, aún cuando fue una norma de menor jerarquía que el artículo 1237°, era plenamente compatible con éste, permitiendo, incluso, su correcta aplicación. Queda por responder, sin embargo, cuál fue el efecto sobre la RC 007 de la sustitución del anterior artículo 1237° por una nueva versión que, como hemos señalado, relativizó la *facultas solutionis*.

III. 2 ¿DEROGÓ EL NUEVO TEXTO DEL ARTÍCULO 1237° DEL CÓDIGO CIVIL LA RC 007?

Como hemos señalado, el único cambio introducido por la nueva versión del artículo 1237° del Código Civil fue la sustitución de la prohibición de pactar contra la *facultas solutionis* y su consecuente nulidad, por el pacto de inconvertibilidad. De ahí que el nuevo texto señale que *«Salvo pacto en contrario, el pago de una deuda en moneda extranjera puede hacerse en moneda nacional...etc..... En el caso a que se refiere el párrafo anterior, si no hubiera mediado pacto en contrario en lo referido a la moneda del pago y el deudor retardara el pago... (sub/neg.ag.)»*

En todo lo demás, el texto original del artículo 1237° se mantuvo a saber:

¹¹ Nos referimos a la moneda de curso legal y no a, por ejemplo, monedas con valor numismático, que son bienes no fungibles, es decir, no sustituibles por otro, aunque sea de igual o mayor valor.

¹² El DS 068 fue elevado a categoría de ley por el Decreto Legislativo 668.

- i. Se permite concertar obligaciones en moneda extranjera;
- ii. Dichas obligaciones pueden ser pagadas en moneda nacional (salvo, en la segunda versión del artículo 1237°, pacto en contrario);
- iii. El tipo de cambio al que debe hacerse el pago es el de venta del día y lugar de vencimiento de la obligación; y
- iv. En caso de retardo, el acreedor puede optar por que el pago en moneda nacional se haga al tipo de cambio de venta en la fecha de vencimiento de la obligación o al que rija el día del pago.

Por otro lado, la RC 007, interpretó la versión original del artículo 1237° y lo complementó con ciertos elementos no contemplados en la versión original del artículo 1237°, ni en su versión modificada. Estos son:

- i. Se aclara que el artículo 1237° se refiere al pago de obligaciones en moneda extranjera que corresponda **ejecutarse dentro de la República** y que, además, se trata de obligaciones **distintas a las contenidas en contratos de compra-venta de moneda extranjera**;
- ii. Se precisa que el tipo de cambio venta del día y lugar del pago es el de venta **Oferta y Demanda**, recogiendo de esa manera lo señalado en el DS 068, que establecía que el tipo de cambio se determina por la oferta y la demanda;
- iii. Se establece cuál es el referente de la oferta y la demanda, indicándose que es el tipo de cambio de la entidad financiera que las partes hayan acordado. A falta de dicho pacto, las partes contratantes son quienes deben acordar la designación y, en su defecto, la elección corresponderá **al deudor**;
- iv. Si el día del vencimiento de la obligación, la entidad financiera no hubiese establecido el tipo de cambio de venta, éste será el que establezca la misma entidad el primer día hábil siguiente.

Volvamos, entonces, a la pregunta formulada: ¿quedó derogada la RC 007 por efecto de la expedición de la ley que estableció el nuevo texto del artículo 1237°?

Lo primero que debe tomarse en consideración es que la RC 007 es una norma **interpretativa**. Ello surge de su propio texto - *el tipo de cambio a que se refiere el artículo 1237° del Código Civil será...* (etc.)- y significa que, con independencia que se trate de una norma anterior y de jerarquía inferior, «...*la ley interpretativa tiene... una función explicativa ...o sea se confiere a la ley aquel determinado significado oficial con respecto a las relaciones pendientes ...*»¹³.

La derogación de la norma interpretada, no necesariamente implica la derogación de la norma interpretativa

Y, aunque no sea lo más frecuente, la derogación de la norma interpretada (el anterior artículo 1237°), no necesariamente implica la derogación de la norma interpretativa (la RC 007), lo que puede ocurrir cuando la derogación atañe a ciertos aspectos que no han sido materia de la norma interpretativa (la RC 007), la cual no tiene por qué perder vigencia. Con lo cual, si bien se trata de una situación *sui generis*, la norma interpretativa no se considera derogada, puesto que gran parte del anterior artículo 1237° -aquella que ha sido objeto de interpretación por la RC 007- tampoco lo fue.

De esta manera, pues, y en aplicación de las reglas de derogación antes señaladas, la respuesta a la pregunta formulada es que la nueva versión del artículo 1237° del Código Civil, introducida por el Decreto Ley 25878, no derogó la RC 007. Ello porque, más allá de su anterioridad y menor jerarquía, de la misma manera como la RC 007 no era incompatible con el anterior texto del artículo 1237° -que dicha RC interpretó y complementó- tampoco existe incompatibilidad entre dicha RC y el nuevo texto del artículo 1237° del Código Civil dado que -ya se ha señalado- este último añade, tan sólo, la posibilidad de pactar la no convertibilidad y nada más que eso.

No obstante, pues, que la RC 007 es una norma anterior, de inferior jerarquía y, además, interpretativa de una norma derogada (la anterior versión del artículo 1237°), dicha RC sigue estando vigente, pues su contenido no es incompatible con la nueva formulación del referido artículo 1237° y, por lo tanto, no tiene por qué considerarse derogada. De esta manera, pues, si se pacta la inconvertibilidad de la moneda, tal como lo permite el nuevo texto del artículo 1237°, la RC 007, sencillamente no se aplicará. En cambio, sí se aplicará en ausencia de un pacto de inconvertibilidad y siempre en un régimen de libertad cambiaria.

¹³ Messineo, Francesco; *Manual de Derecho Civil y Comercial*; Ediciones Jurídicas Europa-América; Buenos Aires; 1954; Tomo I; p.96.

China:

riesgos que enfrentan su DESARROLLO Y ESTABILIDAD

CARLOS PEREYRA*

En su último examen sobre la economía china¹, el FMI señala que, para mantener su vigoroso crecimiento desde la crisis global, China ha dependido fuertemente del crédito y la inversión, lo cual ha tenido como resultado una acumulación de vulnerabilidades financieras y fiscales.

* Especialista senior en Economía Internacional del BCRP.
carlos.pereyra@bcrp.gob.pe

¹ Fondo Monetario Internacional, "People's Republic of China: 2013 Article IV Consultation", julio de 2013.

El desempeño económico de China ha sido uno de los acontecimientos globales más importantes de las últimas décadas. Con un crecimiento promedio de alrededor de 10 por ciento desde 1980, producto de importantes reformas de mercado iniciadas a fines de la década de los años setenta, China se ha convertido en la segunda economía más grande del mundo. Según el FMI, su PBI calculado por paridad del poder de compra representó 14,9 por ciento de la economía global en 2012, después del 18,7 por ciento de Estados Unidos y por encima del 13,7 por ciento de la Eurozona. En el proceso, aproximadamente 500 millones de personas han podido salir de la pobreza. El Banco Mundial sugiere que, incluso si el crecimiento se moderara, China probablemente se convertirá en la primera economía del mundo hacia 2030 (aunque su ingreso per cápita se mantendrá por debajo del promedio de las naciones avanzadas). Especialmente, China se ha convertido en uno de los principales motores de la economía mundial; sobre todo, desde la crisis financiera internacional ha compensado el deterioro de las economías desarrolladas mediante su alta demanda de bienes de capital y materias primas. En el caso del Perú, China pasó a ser el principal socio comercial en 2012 y explica el 16,5 por ciento de las exportaciones.

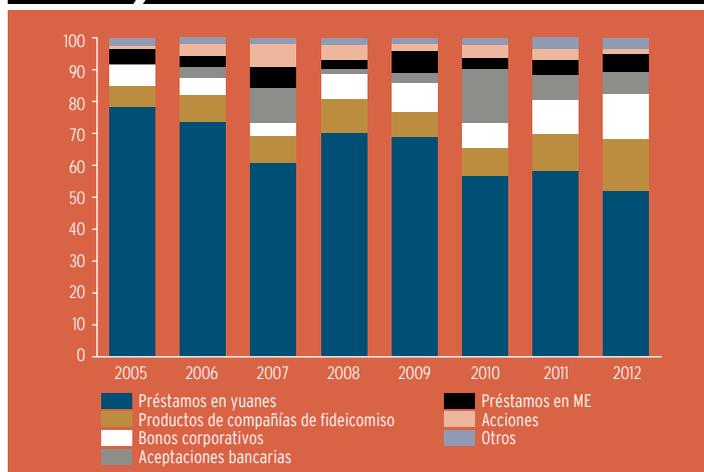
Como se mencionó, en el último examen realizado por el FMI, entre las vulnerabilidades financieras y fiscales de la economía china, destacan, en particular, el crecimiento del financiamiento fuera del sistema bancario y sujeto a menor regulación; el elevado endeudamiento de los gobiernos locales; y la posible formación de una burbuja inmobiliaria.

VULNERABILIDADES FINANCIERAS

Después de años de permanecer estable como porcentaje del PBI, el saldo del “financiamiento social total” (FST) de la actividad real ha aumentado abruptamente desde 2009 (un aumento equivalente al 60 por ciento del PBI en solo cuatro años, hasta aproximadamente 195 por ciento del PBI en el primer trimestre de 2013 según cálculos del FMI). El FST es una medida amplia del crédito usada por el banco central chino desde 2011 para reflejar el apoyo de las instituciones financieras a la economía real. Captura una variedad de canales de financiamiento: los préstamos bancarios, la emisión de bonos y acciones, así como algunos canales menos sujetos a supervisión, como los préstamos brindados por las compañías de fideicomiso. Así, el FST cubre lo que Consejo de Estabilidad Financiera define como la “banca en la sombra”, es decir, actividades crediticias que involucran a entidades y actividades fuera del sistema bancario regular. En términos de flujos anuales, según el Banco Popular Chino la importancia de estos instrumentos pasó del 21,5 por ciento en 2005 a cerca de la mitad en 2012 (ver Gráfico 1).

GRÁFICO 1

China: Flujos de financiamiento (Estructura porcentual, 2005-2012)



FUENTE: BANCO POPULAR CHINO.

Si bien el desarrollo de las finanzas no tradicionales representa una evolución hacia una intermediación basada en el mercado, la migración de la actividad financiera hacia partes menos reguladas del sistema crea un riesgo para la estabilidad financiera. Cabe destacar el caso de las compañías de fideicomiso, que invierten los fondos de clientes (individuos ricos y compañías con disponibilidad de liquidez) en activos financieros o préstamos a empresas. Estos últimos tienden a tener un riesgo crediticio elevado, porque suelen ser concedidos a prestatarios que no cumplen con los estándares que habitualmente aplican las entidades bancarias. Industrias con flujos de caja volátiles, a pesar de sus altas tasas de crecimiento (constructoras inmobiliarias, compañías mineras y manufactureras) toman con frecuencia este tipo de préstamos.

Adicionalmente, los bancos manejan “productos de administración de riqueza” (PAR) y los venden a inversionistas. El principal problema de los PAR es que la composición de sus activos subyacentes suele ser poco transparente, los descargos de plazos crean riesgos de liquidez y los inversionistas creen que la mayoría de ellos tiene una garantía implícita. Los activos que subyacen a los PAR incluyen, entre otros, productos de las compañías de fideicomiso, por lo cual los bancos terminan expuestos a los riesgos implícitos en este tipo de instrumentos. La información disponible indica que las hojas de balance de los bancos son sólidas y las carteras de crédito muestran solo un modesto deterioro en la calidad de los activos. Sin embargo, los bancos son vulnerables a un brusco empeoramiento del desempeño financiero del sector corporativo.

El FMI enfatiza que, si bien es posible que el reciente endurecimiento de la regulación financiera reduzca algunos de estos riesgos, no resuelve la inquietud creada por la insuficiente transparencia y el riesgo moral. Así, los PAR y los productos de las

compañías de fideicomiso pueden llegar a convertirse en una amenaza sistémica para la estabilidad financiera, especialmente si una súbita pérdida de confianza desencadena una corrida. Un riesgo asociado es que el rápido crecimiento de las fuentes no tradicionales de crédito cause un empeoramiento de la calidad de los activos, que eventualmente lleve a una severa restricción de liquidez y a una mayor carga fiscal. En este contexto, en abril la agencia calificadora de riesgo Fitch redujo la calificación de China y destaca el crecimiento del endeudamiento y de la “banca en la sombra”.

Estos llevan a cabo una considerable actividad extrapresupuestal, la cual ha cobrado mayor importancia como medio para sustentar la actividad económica después del estallido de la crisis. Dado que los gobiernos locales enfrentan limitaciones legales para gestionar créditos directamente, han recurrido a actividades como la venta masiva de terrenos y, especialmente, la formación de miles de “vehículos de financiamiento” para ayudar a financiar su gasto social y de infraestructura. Al ser establecidos como compañías, los “vehículos de financiamiento” de los gobiernos locales pueden obtener crédito, el cual ha aumentado significativamente desde 2009.

GOBIERNOS LOCALES

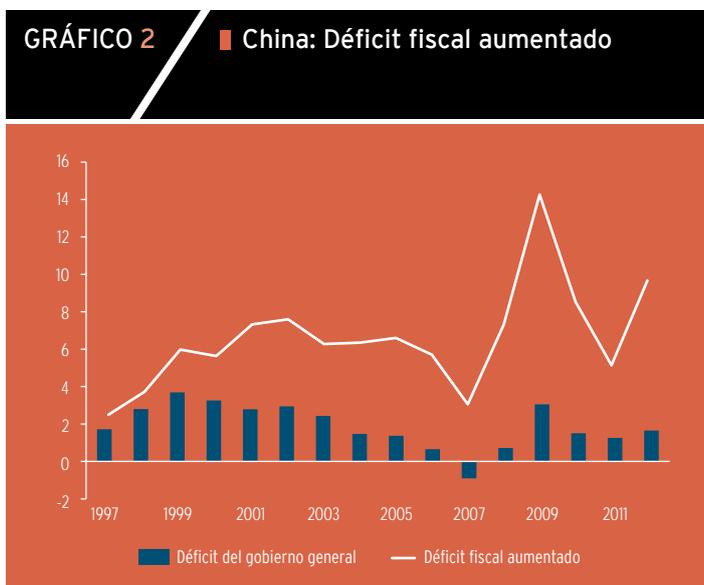
En una encuesta a 43 académicos y altos funcionarios chinos, publicada en agosto de 2013, el 63 por ciento opinó que el principal reto que enfrenta el país es el endeudamiento de los gobiernos locales.

En muchos casos, la expansión fiscal a nivel de los gobiernos locales ha apuntalado el crecimiento mediante la expansión inmobiliaria. El patrón se ha repetido a lo largo de todo el país: los gobiernos locales venden terrenos de su propiedad a empresas inmobiliarias para la construcción de masivos conjuntos habitacionales. Con los ingresos por la venta de tierras, los gobiernos locales financian obras de infraestructura, como carreteras y sistemas de agua y desagüe para facilitar el desarrollo inmobiliario. Otra porción del gasto es financiada con flujos creadores de deuda obtenidos por los “vehículos de financiamiento” (crédito bancario y endeudamiento con la “banca en la sombra”).

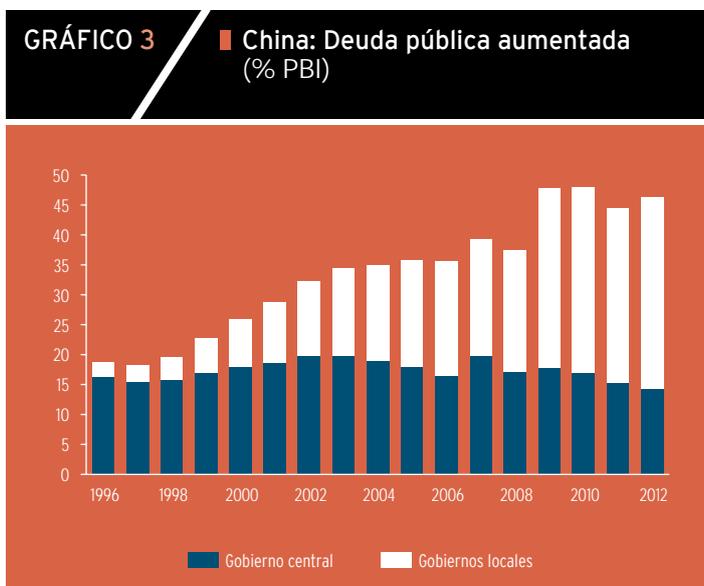
Por su carácter extrapresupuestal, estas actividades, cuya relevancia fiscal es crucial, no están incluidas en la información oficial sobre el gobierno general. Para tener una visión integral de la contribución de la política fiscal a la estabilización del producto y del aumento concomitante del endeudamiento, el FMI ha ampliado la definición del gobierno y construido datos fiscales aumentados que incluyan el endeudamiento de los “vehículos de financiamiento” y los ingresos por venta de tierras. Así, los cálculos del FMI sugieren que déficit aumentado del gobierno general se incrementó abruptamente en 2009 (ver Gráfico 2). Desde entonces se ha ido moderándose hasta alrededor del 10 por ciento en 2012 (por debajo de 2 por ciento según fuentes oficiales).

Sobre esta base, según el FMI, en 2012 la deuda pública total estuvo por encima de 45 por ciento (alrededor de 23 por ciento según la definición convencional). Como se muestra en el Gráfico 3, destaca sobre todo la dramática expansión de la deuda de los gobiernos locales, especialmente por parte de los “vehículos de financiamiento” (créditos bancarios, emisión de bonos corporativos y los préstamos de las compañías de fideicomiso).

Estos cálculos son semejantes a los llevados a cabo por otras instituciones. La Oficina Nacional de Auditoría de China reportó que a fines de 2010, la deuda de los gobiernos locales ascendía a 10,7 billones de yuanes (US\$ 1,75 billones). De acuerdo con la Comisión de Regulación Bancaria de China, en dicho



FUENTE: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.



FUENTE: FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.

año los gobiernos locales absorbieron hasta el 80 por ciento del crédito bancario. Posteriormente, el gobierno sugirió en abril de 2013 que la cifra se acerca a los 20 billones de yuanes (US\$ 3,3 billones), señalando los riesgos que entraña en un contexto de moderación del crecimiento. Reflejando esta preocupación, recientemente la Oficina Nacional de Auditoría estableció agencias en todo el país para llevar a cabo una nueva auditoría de la deuda de los gobiernos locales.

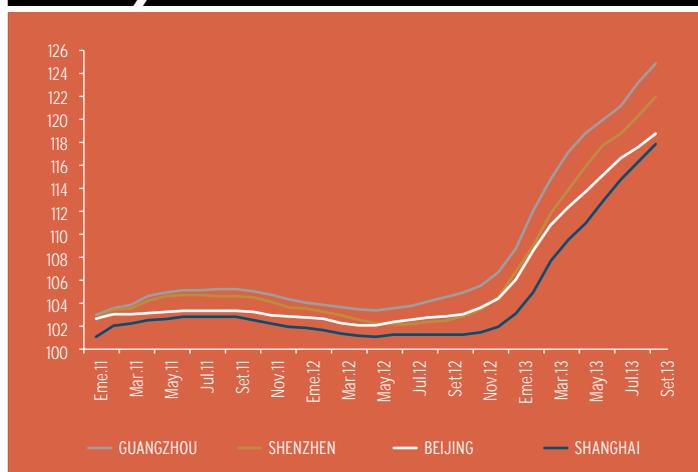
Considerando los estimadores aumentados, el FMI concluye que el espacio fiscal es considerablemente más limitado de lo que sugieren los datos oficiales. Los déficits fiscales aumentados también generan incertidumbre sobre la capacidad de los gobiernos locales de continuar financiando el actual nivel de gasto y honrar sus deudas. A ello contribuye de manera importante la moderación del ritmo de crecimiento previsto para el mediano plazo y el bajo retorno financiero de los gastos de inversión de los gobiernos locales. Esto tiene implicancias serias para la calidad de los activos del sistema financiero y puede generar una necesidad de ayuda por parte del gobierno central.

Si bien el tamaño de la deuda pública aumentada aún puede resultar manejable, un mayor crecimiento de la deuda podría aumentar el riesgo de un posterior ajuste desordenado en el gasto de los gobiernos locales. Esto podría afectar el crecimiento, crear efectos de derrame adversos a nivel global, y potencialmente llevar a problemas en la provisión de gasto social (puesto que la mayor parte del gasto en educación, salud y beneficios sociales es implementada por los gobiernos locales). Estos problemas ameritan políticas urgentes por parte de las autoridades para mejorar el manejo de deuda a nivel de los gobiernos locales.

MERCADO INMOBILIARIO

El FMI destaca una tercera fuente importante de riesgo sistémico: el mercado inmobiliario (ver Gráfico 4). Como se sugirió anteriormente, este ha sido un elemento crucial para mantener el crecimiento y el empleo desde la crisis financiera global. Sin embargo, las distorsiones existentes hacen que sea susceptible a considerables oscilaciones cíclicas. Por el lado de la oferta, la dependencia de los gobiernos locales respecto de las ventas de terrenos para obtener financiamiento y del desarrollo inmobiliario para mantener el crecimiento tiende a crear un exceso de oferta. Fuentes periodísticas mencionan la creciente dificultad de colocar los extensos proyectos inmobiliarios desarrollados a lo largo del país. Por el lado de la demanda, el mercado es propenso a las burbujas, puesto que las propiedades representan una buena oportunidad de inversión, en vista de las tasas de interés reales cercanas a cero para los depósitos, las restricciones existentes en el mercado de capitales, una historia de fuertes ganancias de capital y un tratamiento tributario favorable.

GRÁFICO 4 ■ China: Mercado inmobiliario (Índices, nuevas construcciones residenciales)



FUENTE: CHINA, OFICINA NACIONAL DE ESTADÍSTICAS.

Las medidas para limitar el crédito hipotecario y la demanda especulativa introducidas por el gobierno en los últimos años han ayudado, aunque el aumento de los precios se ha vuelto a acelerar desde la segunda mitad de 2012. Asimismo, una expansión de la construcción para fines sociales ha contribuido a sostener la inversión y resolver las necesidades de vivienda de bajo costo.

Sin embargo, en el mediano plazo el desarrollo inmobiliario deberá desacelerarse a un ritmo más sostenible a medida que el mercado madure, lo cual tendrá un efecto desfavorable en el crecimiento. El reto es evitar un exceso de oferta o errores de política que puedan desencadenar una corrección abrupta de precios.

CONSIDERACIONES FINALES

La dependencia respecto del endeudamiento ha puesto a China en una difícil encrucijada. Por un lado, endurecer marcadamente la supervisión para contener los riesgos financieros y fiscales puede tener implicancias en el nivel de actividad económica. Sin embargo, las perspectivas son aún más riesgosas en caso de no ejercer un control firme, es decir, que la burbuja del endeudamiento se expanda fuera de control y genere un ajuste desordenado con serias implicancias globales. Por otro lado, es alentador que las autoridades que asumieron el poder en marzo de 2013 hayan expresado su compromiso de implementar con decisión un programa de reformas estructurales orientado a modificar el patrón de crecimiento, de un modelo impulsado por la inversión y el crédito hacia otro más sostenible, basado en el consumo y una asignación más eficiente de los recursos financieros y reales. Ello proveerá un entorno económico más favorable a una resolución ordenada de los importantes riesgos que enfrenta la economía china.

Riesgo cambiario en las EMPRESAS

GIANCARLO CHANG*

La volatilidad del tipo de cambio hace necesario monitorear el impacto de los descalces cambiarios en los resultados de las empresas.

* Supervisor de Línea de Análisis del Mercado de Capitales y Regulación Financiera del BCRP.
giancarlo.chang@bcrp.gob.pe

El grado de dolarización financiera de la economía peruana es elevado, el más alto de los países de la región¹; por ello, la actual volatilidad cambiaria genera incertidumbre en las operaciones que realizan las empresas y las familias.

El riesgo cambiario de la empresa se produce por el descalce entre sus activos y pasivos en dólares. Por ejemplo, cuando una empresa posee menos activos que pasivos en dólares (posición corta en dólares)², una subida del tipo de cambio (depreciación del Nuevo Sol) afecta a la empresa, al generarse una pérdida en términos de Nuevos Soles. Ocurre lo inverso ante una disminución del tipo de cambio (apreciación del Nuevo Sol), situación que prevaleció en nuestra economía hasta fines de 2012.

En Perú, poco se suele comentar sobre el riesgo cambiario de las empresas, particularmente si éstas son grandes o corporativas, debido al elevado nivel de experiencia y sofisticación de sus gerencias financieras (que se encargan de administrar este tipo de riesgo); y que, inclusive, podrían generar ingresos adicionales ante fluctuaciones del tipo de cambio³.

Sin embargo, esto último podría incentivar a que las empresas, ante escenarios de expectativas de tipo de cambio a la baja, apuesten por dicha tendencia, pudiendo menguar los resultados generados por las operaciones propias de cada empresa ante reversiones o movimientos adversos del tipo de cambio.

Siguiendo a Papaioannou (2006)⁴, en general, existen tres fuentes de riesgos causados por el descalce cambiario de las empresas:

- Riesgo transaccional (de corto plazo), ocurre por las operaciones en dólares que las empresas realizan usualmente al exportar, importar o al repatriar dividendos de subsidiarias que operan en otros países, donde el riesgo cambiario se presentan al momento de la transacción.

Por ejemplo, una empresa agroexportadora cuyos costos son en nuevos soles y cuyas ventas al exterior cuentan con un plazo de cancelación de una semana posterior a la entrega del producto, estará expuesta a este tipo de riesgo: el valor de su facturación al cambiarlo a moneda local puede fluctuar significativamente en dicho plazo. Lo mismo ocurre cuando una empresa debe pagar una cuota inicial al banco al tomar un crédito (por ejemplo, para la compra de un inmueble).

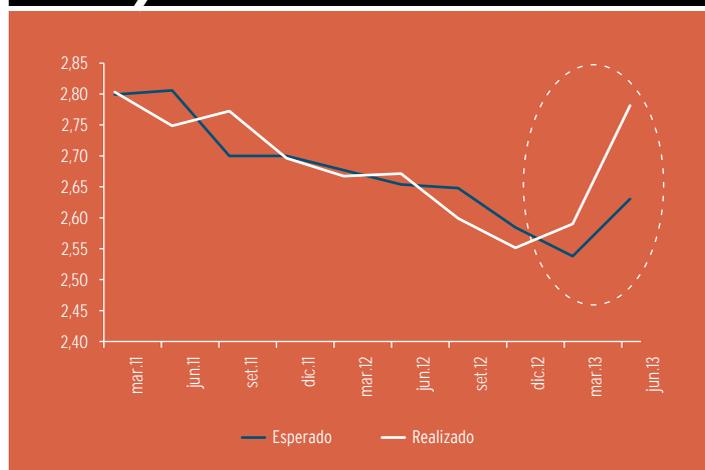
- Riesgo económico (de largo plazo), se refiere a las variaciones del tipo de cambio que afectan los ingresos y costos de las empresas en el largo plazo.

Por ejemplo, si una empresa importa insumos para producir un producto y el dólar se aprecia 4% y luego se mantiene estable, los costos de los insumos se incrementarán también en similar porcentaje, afectando los flujos de la empresa a largo plazo. Asimismo, manteniendo el supuesto de que el dólar se apreció, las cuotas que debe pagar la empresa por el servicio de la deuda de un crédito que financió la adquisición de un activo fijo la afectarán por varios años.

- Riesgo de traslación, ocurre al consolidar las operaciones de las subsidiarias en los estados financieros de la matriz. Por ejemplo, si una empresa cuenta con subsidiarias en Chile y Brasil, debe transformar a Nuevos Soles los balances registrados en pesos y reales, respectivamente.

Las perspectivas que tengan las empresas sobre el tipo de cambio son cruciales para manejar estos riesgos. Así, de acuerdo al Gráfico 1, en el último periodo post-electoral (segundo trimestre de 2011), las empresas esperaban un incremento en el tipo de cambio, situación que ocurrió al siguiente trimestre. Por su parte, ya desde finales de 2011, las empresas interiorizaron en mayor medida una tendencia a la baja del tipo de cambio, especialmente a fines de 2012, cuando se observó una mayor aceleración en la caída del tipo de cambio.

GRÁFICO 1 ■ Expectativas de tipo de cambio de las empresas* (Promedio del trimestre)



* PARA LOS MESES DEL PRIMER SEMESTRE, CORRESPONDE A LA EXPECTATIVA DEL TC A FINAL DE AÑO; MIENTRAS QUE, PARA LOS MESES DEL SEGUNDO SEMESTRE, AL FINAL DEL SIGUIENTE AÑO.
FUENTE: BCRP.

1 La dolarización de los créditos en el Perú es de 43% al primer semestre de 2013; superior a los países de la región (alrededor de 16% en Chile, 15% en Brasil y 7% en Colombia).
2 Una empresa que vende en Nuevos Soles en el mercado local, pero que importa insumos del extranjero y/o registra deuda en dólares tendría este tipo de descalce.
3 Aunque no es tema de este artículo, las empresas financieras también están expuestas al riesgo cambiario crediticio producto de las potenciales pérdidas que puedan sufrir las familias que generan ingresos en Nuevos Soles, pero cuya deuda financiera se encuentra en dólares. Así, en el marco de un bajo grado de cultura financiera de las familias, al segundo trimestre de 2013, el 43% de los créditos hipotecarios y el 78% de los vehiculares están en dólares.
4 Papaioannou, Michael (2006). "Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms". International Monetary Fund.

Ante ello, algunas empresas empezaron a reestructurar deudas y obtener financiamiento en dólares de más largo plazo en los mercados internacionales, aprovechando, además, el contexto de niveles mínimos históricos de las tasas de interés. Así, en 2012, las empresas emitieron bonos internacionales en dólares por US\$ 1 810 millones, y en el primer semestre de 2013, lo hicieron por US\$ 3 555 millones. Sin embargo, desde inicios de 2013, se observa un incremento en el tipo de cambio, situación contraria a las perspectivas cambiarias de las empresas, las que incluso esperaban que alguna subida en el tipo de cambio fuera eventual.

Para analizar el impacto que han tenido los movimientos del tipo de cambio sobre los Estados de Resultados de las empresas supervisadas por la Superintendencia de Mercados de Valores (SMV)⁵, se ha revisado más de 90 empresas de diferentes sectores, entre marzo de 2011 y junio de 2013 (ver Cuadro 1).

Para poder analizar el impacto de las diferencias por tipo de cambio, observamos el indicador diferencia de cambio (DC) como porcentaje del valor absoluto de los resultados operativos (|EBIT⁶|), y así evaluar cómo las variaciones del tipo de cambio afectan los resultados que generan las empresas.

Para ello, es necesario distinguir entre empresas con EBIT positivos y negativos para así calcular el efecto en cada caso. Cabe resaltar que, entre marzo de 2011 y diciembre de 2012, el promedio de empresas con EBIT negativo era de 7%; sin embargo, en ambos trimestres de 2013, dicho promedio es de 17%.

Cabe precisar que estas ganancias o pérdidas cambiarias son contables; es decir, no corresponden a entradas o salidas efectivas de flujos de caja de la empresa. Ello únicamente sucedería si las empresas cobraran todos sus activos en dólares y pagaran todos sus pasivos en dólares al cierre de cada trimestre, obteniéndose una entrada o desembolso

efectivos; por el contrario, los activos y pasivos registran diferentes plazos de vencimientos.

Por ejemplo, si el tipo de cambio sube 10% (digamos de S/. 2,6 a S/. 2,86 por US\$) y una empresa registra una posición corta en dólares de US\$ 100 millones, va a presentar pérdidas cambiarias contables por US\$ 10 millones, debido a que sus pasivos cuestan más en términos de Nuevos Soles. Si el tipo de cambio se mantiene efectivamente en S/. 2,86 por dólar hasta el vencimiento de estas obligaciones, cada amortización que realice la empresa le costará 10% más en términos de Nuevos Soles. No obstante, si en el siguiente trimestre el tipo de cambio se reduce y vuelve a S/. 2,6 por dólar⁷, manteniéndose en dicho nivel hasta el vencimiento de la deuda, las siguientes amortizaciones costarán lo mismo que venía pagando la empresa previo a la subida del tipo de cambio; obviamente, si el tipo de cambio cae por debajo de S/. 2,6 por dólar, el costo será aún menor.

Así, las ganancias y pérdidas cambiarias se hacen efectivas cada trimestre, panorama muy distinto a lo reflejado por las diferencias cambiarias contables que amplifican significativamente los resultados. Sin embargo, una empresa con posición corta en dólares tienen pérdidas potenciales mayores ante una elevación del tipo de cambio; pérdidas que pueden concretarse en el corto plazo, especialmente si gran parte de sus pasivos están próximos a vencer.

Como se observa en el Gráfico 2, las empresas con EBIT positivos han generado diferencias cambiarias positivas principalmente durante 2012. En el caso de las empresas con EBIT negativos, registraron también diferencias cambiarias positivas que contrarrestaron parcialmente las pérdidas operativas hasta diciembre de 2012. Al parecer, las empresas han estado cortas en dólares aprovechando la tendencia a la baja del tipo de cambio; aunque exponiéndose ampliamente al riesgo cambiario, sin tomar algún tipo de cobertura para administrarlo.

CUADRO 1 Número de empresas evaluadas de la Bolsa de Valores de Lima										
Número de Empresas	mar.11	jun.11	set.11	dic.11	mar.12	jun.12	set.12	dic.12	mar.13	jun.13
- con EBIT positivo	88	86	89	88	79	83	87	89	81	91
- con EBIT negativo	4	7	4	5	12	8	6	5	17	18
Total	92	93	93	93	91	91	93	94	98	109
% de empresas con EBIT negativo	4,3%	7,5%	4,3%	5,4%	13,2%	8,8%	6,5%	5,3%	17,3%	16,5%

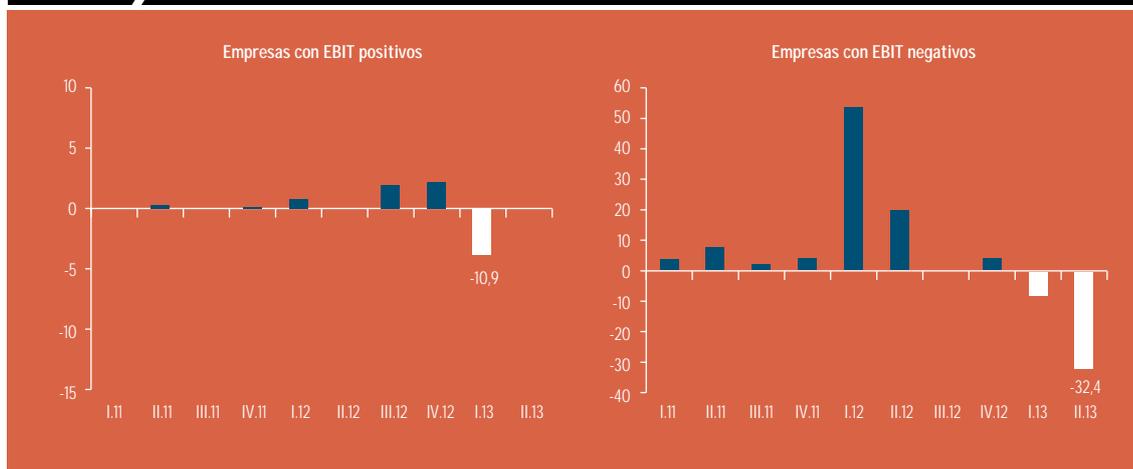
FUENTE: ECONOMÁTICA.

⁵ Este análisis excluye a las empresas no supervisadas por la SMV. Sin embargo, a raíz de la Ley N° 29720, Ley que Promueve las Emisiones de Valores Mobiliarios y Fortalece el Mercado de Capitales (publicada el 25 de junio de 2011), estas empresas, de contar con ventas o activos de al menos 3 000 Unidades Impositivas Tributarias, deben presentar a la SMV sus estados financieros auditados. A la fecha, han reportado información a diciembre de 2012.

⁶ Es la cuenta Resultado Operativo, conocida como EBIT por el acrónimo en inglés de *Earnings Before Interest and Taxes*. Se considera el valor absoluto del EBIT (|EBIT|) para que el indicador refleje básicamente el signo de la diferencia cambiaria; con ello además evitamos que la interpretación del indicador se modifique al cambiar el signo del EBIT.

⁷ Considerando que la posición corta en dólares es de US\$ 95 millones; es decir, se amortizaron US\$ 5 millones de la deuda, las ganancias cambiarias en dicho trimestre serían de US\$ 9,5 millones.

GRÁFICO 2 ■ Ganancias o pérdidas por tipo de cambio como porcentaje del |EBIT|



FUENTE: ECONOMÁTICA.

De este modo, en el primer semestre de 2013, ante la reversión no esperada del tipo de cambio, tanto las empresas que presentaron EBIT positivos como negativos han registrado diferencias cambiarias negativas. Esta situación puede seguir afectando los márgenes de las empresas en la medida que se incremente la volatilidad cambiaria o se observe una tendencia al alza en el tipo de cambio, a menos que las empresas cubran sus descalces cambiarios.

A nivel de empresas, se construye el Gráfico 3 para evaluar la dispersión del efecto cambiario. Así, luego de ordenar de menor a mayor los valores de los indicadores DC/EBIT registrados por las empresas con EBIT positivos, se seleccionan los valores que se ubican en el primer y noveno deciles⁸.

Se observa que la dispersión es mayor desde el tercer trimestre de 2012. Por su parte, en el primer semestre de 2013, se aprecia que casi el 70% de las empresas registra indicadores negativos; incluso, un 10% de empresas tuvieron pérdidas cambiarias mayores al 33,8% de su EBIT en el primer trimestre y mayores al 127% de su EBIT en el segundo trimestre.

A continuación se analizan algunas características de las 91 empresas que presentaron EBIT positivos en el segundo trimestre de 2013. Los sectores que destacan con mayor nivel de ventas netas (VN) son Minería; Comercio; y, Petróleo y Gas.

A junio de 2013, el margen EBIT (EBIT/VN) de estas empresas ha sido inferior al promedio registrado trimestralmente entre marzo de 2011 y marzo de 2013 (20,9% versus 27,7%). Los sectores cuyo margen se redujo en mayor medida fueron Minería; Agro y Pesca; y, Textil.

Asimismo, se observa que las empresas incrementaron el grado de dolarización de sus créditos con el sistema financiero entre marzo de 2011 y junio de 2013 (de 63,2% a 70%), destacando con las mayores variaciones los sectores Energía Eléctrica; Minería no metálica; y, Agro y Pesca. A junio de 2013, casi la mitad de las empresas que registran deudas en el sistema financiero alcanzan niveles de dolarización mayores al 80%; aunque, ninguna de estas empresas presenta morosidad.

En junio de 2013, las diferencias por tipo de cambio fueron negativas, contrario a las ganancias en promedio alcanzadas durante el periodo mar11-mar13 (-10,9% versus 1,1%). Por sector, se observa que Siderurgia y Metalurgia, Comercio, Petróleo y

GRÁFICO 3 ■ Primer y Noveno Decil (Caso EBIT Positivos)



FUENTE: ECONOMÁTICA.

⁸ El primer y noveno deciles son los valores ubicados en la posición 10 y 90, considerando que la muestra se divide en cien partes iguales. Se toman estos valores con la finalidad de graficar el rango que comprende el 80% de los datos, evitando así los valores extremos (no se incluye tanto el 10% de los datos inferiores como superiores). Asimismo, este proceso se realiza para cada trimestre de la muestra.

CUADRO 2 ■ Características de las empresas con EBIT positivos según Sector (junio de 2013)

Sector económico	No. de empresas con EBIT positivos	Flujos en miles de S/. (ene13-jun13)			EBIT (% de las VN)		DC (% del EBIT)		Dolarización de créditos con el Sistema Financiero (%)	
		Ventas netas (VN)	EBIT	Diferencia de Cambio (DC)	ene13-jun13	ene11-dic12	ene13-jun13	ene11-dic12	jun.13	mar.11
Minería	14	21 205 136	8 400 485	-46 511	39,6	47,4	-0,6	-0,3	98,2	92,0
Comercio	5	12 890 643	820 902	-547 982	6,4	6,8	-66,8	19,9	4,7	33,1
Petróleo y Gas	2	8 446 429	355 042	-208 468	4,2	4,7	-58,7	10,8	24,1	100,0
Alimentos y Bebidas	8	7 490 857	1 192 926	-230 437	15,9	17,7	-19,3	3,1	34,6	29,1
Telecomunicación	2	6 802 903	1 260 315	-9 335	18,5	19,0	-0,7	-0,1	1,9	5,2
Energía Eléctrica	11	4 197 400	1 090 606	-27 183	26,0	26,2	-2,5	0,3	81,4	70,7
Siderurgia y Metalurgia	5	2 195 015	83 742	-141 702	3,8	5,0	-169,2	22,4	99,4	99,4
Otros	21	1 983 224	436 134	-96 922	22,0	17,1	-22,2	5,1	80,3	73,6
Minerales no Metálica	4	1 640 639	443 760	-174 270	27,0	20,4	-39,3	0,1	72,8	52,9
Agro y Pesca	7	521 125	91 836	-44 037	17,6	36,0	-48,0	3,1	79,5	43,0
Electroelectrónica	2	472 198	44 618	-2 412	9,4	7,9	-5,4	3,1	42,4	96,5
Química	2	428 569	57 448	-17 061	13,4	9,3	-29,7	18,5	94,6	95,4
Maquinaria Industrial	3	302 207	51 252	-727	17,0	15,3	-1,4	0,4	97,3	93,9
Textil	3	254 288	15 715	-8 299	6,2	11,7	-52,8	2,8	100,0	99,9
Construcción	1	43 975	21 361	-3 722	48,6	48,2	-17,4	2,8	45,6	n.a.
Papel y Celulosa	1	9 090	2 370	-191	26,1	25,2	-8,1	3,7	100,0	n.a.
Total	91	68 883 698	14 368 512	-1 559 259	20,9	27,7	-10,9	1,1	70,0	63,2
Total ajustado *	60	35 037 621	3 173 346	-1 301 961	9,1	10,3	-41,0	7,0	62,9	69,1

* SE EXCLUYEN LOS SECTORES QUE POR SUS ACTIVIDADES SUELEN OPERAR BÁSICAMENTE EN DÓLARES, TALES COMO: MINERÍA, ENERGÍA ELÉCTRICA, MINERÍA NO METÁLICA Y TELECOMUNICACIONES. FUENTE: ECONOMÁTICA.

Gas, Textil, y Agro y Pesca fueron los sectores con mayores pérdidas cambiarias como porcentaje del EBIT, en parte, magnificadas por el menor margen EBIT que estos sectores registraron en junio de 2013 versus los obtenidos en promedio durante el periodo mar11-mar13, especialmente los sectores Textil, y Agro y Pesca. En el segundo trimestre de 2013, también se observa considerables diferencias de cambio negativas en Minería No Metálica, Química, Alimentos y Bebidas, y Construcción.

Por su parte, los sectores Minería, Telecomunicación, Energía Eléctrica y Minería no metálica fueron los que presentaron variaciones poco significativas por diferencias de cambio. Esto se debe a que estos sectores no suelen tener descalces cambiarios, en la

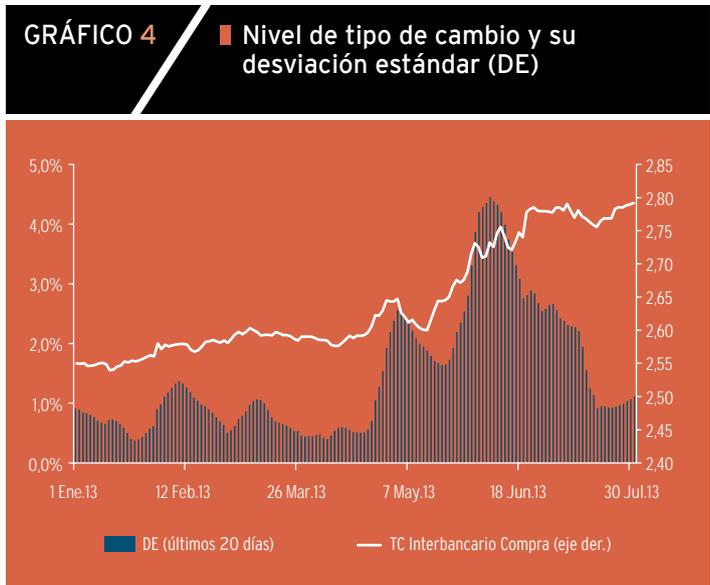
medida que manejan tanto sus activos como sus pasivos en dólares. Ello influye principalmente en el resultado promedio de las 91 empresas, debido a que estos sectores concentran cerca del 80% del EBIT total.

De este modo, si aisláramos el efecto de estos sectores en el promedio, se observaría que, en junio de 2013, la pérdida cambiaria para el resto de empresas sería en promedio 41% del EBIT, cifra significativamente diferente al 7,0% de las ganancias cambiarias obtenidas entre marzo de 2011 y marzo de 2013.

En resumen, las pérdidas registradas en el primer semestre de 2013 fueron significativas para ciertos sectores. Lo mismo puede apreciarse a nivel de empresas, especialmente en el segundo trimestre. Si bien la volatilidad cambiaria se ha reducido desde finales de junio, se ha seguido observando un mayor nivel de tipo de cambio; por lo que, de permanecer dicha tendencia, se prevé resultados también desfavorables en los próximos trimestres.

En ese sentido, es necesario seguir monitoreando el riesgo cambiario en las empresas ante el importante impacto del tipo de cambio en los resultados a nivel de empresas individuales y por sector, especialmente ante un posible panorama de mayor volatilidad de tipo de cambio y una percepción de que los estados financieros de las empresas pueden registrar utilidades menores que las esperadas en los próximos trimestres, ante la desaceleración de la actividad económica.

Por su parte, las empresas deben evaluar la conveniencia de cubrir su exposición cambiaria, considerando el impacto persistente que tienen los movimientos cambiarios sobre sus resultados operativos y evitando apostar sobre estos movimientos.



FUENTE: BCRP.

A nalizando el nivel de endeudamiento de las MICRO y PEQUEÑAS EMPRESAS

JORGE MUÑOZ*, MAURICIO CONCHA** Y ÓSCAR SALAZAR***

El seguimiento de indicadores de endeudamiento de las microempresas y las pequeñas empresas con el sistema financiero tiene relevancia para identificar potenciales riesgos a la estabilidad financiera.

* Jefe del Departamento de Análisis del Mercado de Capitales y Regulación Financiera del BCRP.

jorge.munoz@bcrp.gob.pe

** Especialista del Departamento de Análisis del Sistema Financiero del BCRP.

mauricio.concha@bcrp.gob.pe

*** Especialista del Departamento de Análisis del Sistema Financiero del BCRP.

oscar.salazar@bcrp.gob.pe

Las micro y pequeñas empresas (en adelante, MYPE) se definen en la legislación vigente¹ como unidades económicas que realizan actividades de producción, extracción o brindan servicios bajo cualquiera de las formas de organización empresarial y que, a su vez, cumplen ciertas características en términos de ventas anuales y número de trabajadores (ver Cuadro 1). Bajo esta definición, las MYPE representan más del 99% de las unidades productivas formales en el Perú, lo que pone de relevancia su rol en la economía peruana.

Por su parte, desde una perspectiva contable, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) clasifica los créditos otorgados a las microempresas y a las pequeñas empresas en función al nivel de endeudamiento total de estas unidades productivas con el sistema financiero².

Como se puede deducir, ambas definiciones de MYPE (Ley MYPE y normativa SBS) no necesariamente coinciden. En este artículo se analiza la deuda de las MYPE utilizando la información que publica la SBS; por lo tanto, implícitamente se empleará la definición contable de microempresas y pequeñas empresas.

En los últimos años, el acceso de las MYPE al crédito del sistema financiero ha aumentado. Así, a junio de 2013, las MYPE que registran créditos con el sistema financiero representan el 99,7% del total de empresas que son clientes de las entidades del

sistema financiero. Ello evidencia la importancia de monitorear el endeudamiento de estas empresas con el sistema financiero para identificar potenciales señales de un excesivo endeudamiento.

Los créditos MYPE tienen una mayor participación relativa en la cartera de colocaciones de las entidades no bancarias³ (casi dos terceras partes de sus colocaciones totales) que en los bancos (10% de su cartera total de créditos). Ello responde a que las entidades no bancarias se especializan en el segmento de microfinanzas, mientras que los bancos son entidades más diversificadas (ver Gráfico 1).

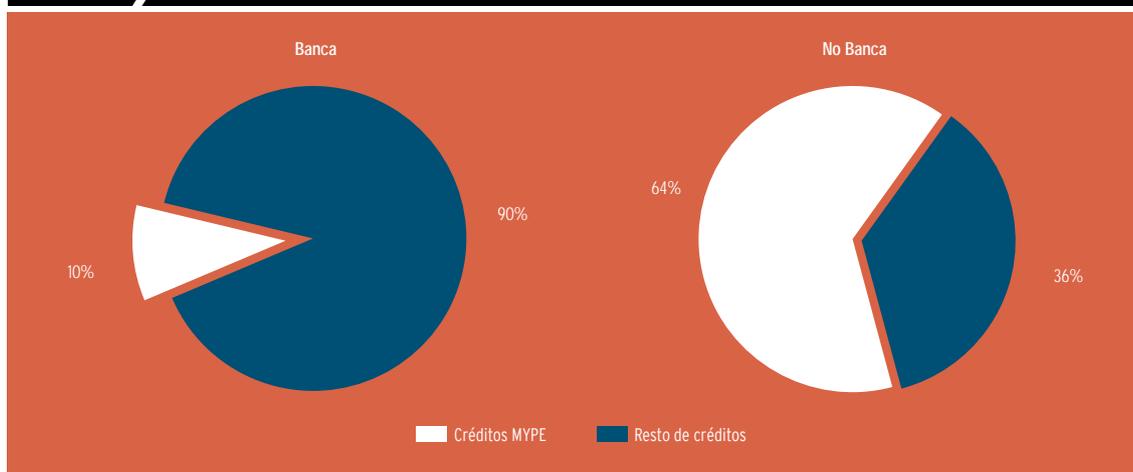
Como se aprecia en el Cuadro 2, el saldo de créditos MYPE viene aumentando en los últimos años a tasas de crecimiento elevadas aunque con un ritmo decreciente (21,7% anual en 2011, 14,5% en 2012 y 8,0% en junio de 2013), en un contexto de mayor competencia en este segmento de crédito en el que se observa una creciente participación de los bancos y de sus entidades vinculadas⁴. En ese mismo período, el número de deudores MYPE también se incrementó (14,0%, 10,4% y 5,5%, respectivamente), aunque a menores tasas de crecimiento anual que en el caso de los saldos de deuda. Por lo tanto, el saldo promedio por deudor también aumentó, aunque de manera moderada e incluso desacelerándose (6,4% en 2011, 3,6% en 2012 y 1,7% en junio de 2013).

TUO de la Ley MYPE	Normativa SBS
<ul style="list-style-type: none"> • Microempresa: debe generar ventas anuales no mayores a 150 unidades impositivas tributarias (UIT)* y contar a lo más con 10 trabajadores. • Pequeña empresa: debe generar ventas anuales entre 150 UIT y 1 700 UIT, así como tener entre 10 y 100 trabajadores. 	<ul style="list-style-type: none"> • Créditos a microempresas: aquellos otorgados a personas naturales o jurídicas con un nivel de endeudamiento total con el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para vivienda) no mayor a S/. 20 000 en los últimos seis meses. • Créditos a pequeñas empresas: aquellos otorgados a personas naturales o jurídicas con un nivel de endeudamiento total con el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para vivienda) entre S/. 20 000 y S/. 300 000 en los últimos seis meses.

* UNA UIT EQUIVALE A S/. 3 700 PARA EL AÑO 2013 (S/. 3 650 EN 2012 Y S/. 3 600 EN 2011).
 FUENTE: MINISTERIO DE LA PRODUCCIÓN (PRODUCE) Y SBS.

1 Texto Unico Ordenado de la Ley N° 28015, Ley de la Promoción de la Competitividad, Formalización y Desarrollo de la Micro y Pequeña Empresa y del Acceso al Empleo Decente (TUO de la Ley MYPE).
 2 Resolución SBS N° 11356-2008 del 19.11.2008 y Resolución SBS N° 14353-2009 del 30.10.2009.
 3 Las entidades no bancarias incluyen a las financieras, las cajas municipales, las cajas rurales y las empresas de desarrollo de la pequeña y microempresa (EDPYMES).
 4 Algunos bancos han ingresado a competir en el segmento MYPE de más bajos ingresos a través de sus subsidiarias; por ejemplo, BCP - Financiera Edyficar y Scotiabank - Financiera Crediscotia.

GRÁFICO 1 ■ Participación de los créditos MYPE por tipo de entidad financiera (Junio de 2013)



FUENTE: BALANCE DE COMPROBACIÓN DE LAS ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO.

El dinamismo de los créditos MYPE corresponde principalmente al segmento de pequeñas empresas. Así, entre 2010 y 2012, el número de deudores y el saldo total de créditos a la pequeña empresa creció a tasas por encima de 18%; contrario a lo observado en los créditos a la microempresa, en los que la tasa de crecimiento del número de deudores se desaceleró, de 12,5% a 8,3%, y la del saldo de créditos, de 11,1% a 5,1%. Esta tendencia se ha mantenido en el primer semestre de 2013, aunque con variaciones más moderadas. Esta evolución se explica, en parte, por el proceso de crecimiento que han experimentado las empresas del segmento MYPE en este período, lo que llevó a que muchas microempresas hayan sido reclasificadas como pequeñas empresas, en la medida que su endeudamiento con el sistema financiero ha aumentado⁵.

Una forma de evaluar si el ritmo de crecimiento de la deuda promedio de las MYPE es sostenible consiste en compararlo con el crecimiento de sus ingresos. A partir de la información disponible elaborada por el Ministerio de la Producción⁶, se realizó una estimación de las ventas anuales promedio de las MYPE formales (las que, con mayor probabilidad, serían sujetos de crédito del sistema financiero)⁷. De esta manera, se estima que el nivel de ventas anuales promedio de las MYPE formales creció en 9,7% entre 2010 y 2011 (no se dispone de información más reciente sobre las ventas de las MYPE), mientras que el saldo de deuda promedio por deudor de las MYPE con el sistema financiero se incrementó en 6,4% en dicho período.

CUADRO 2 ■ Clientes con créditos MYPE en el sistema financiero*

Año	Microempresa			Pequeña empresa			MYPE		
	Número de deudores	Saldo total de créditos (En Mill. S/.)	Saldo promedio por deudor (En S/.)	Número de deudores	Saldo total de créditos (En Mill. S/.)	Saldo promedio por deudor (En S/.)	Número de deudores**	Saldo total de créditos (En Mill. S/.)	Saldo promedio por deudor (En S/.)
dic-10	1 317 891	7 741	5 874	233 858	13 938	59 600	1 536 234	21 679	14 112
dic-11	1 482 633	8 600	5 800	289 520	17 683	61 077	1 750 857	26 282	15 011
dic-12	1 606 179	9 036	5 626	348 372	21 040	60 395	1 933 339	30 076	15 557
jun-13	1 597 390	8 571	5 366	372 174	21 910	58 871	1 952 213	30 447	15 596

* BANCOS, FINANCIERAS, CAJAS MUNICIPALES, CAJAS RURALES Y EDPYMES.

** UN MISMO DEUDOR PUEDE SER CLASIFICADO COMO PEQUEÑA EMPRESA POR UNA ENTIDAD FINANCIERA Y COMO MICROEMPRESA POR OTRA ENTIDAD FINANCIERA.

FUENTE: REPORTE CREDITICIO CONSOLIDADO (RCC).

⁵ Para que un deudor sea reclasificado de microempresa a pequeña empresa, su endeudamiento total con el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para vivienda) debe exceder los S/. 20 000 (y no sobrepasar los S/. 300 000) por seis meses consecutivos.

⁶ Para información de 2011, ver: "MYPE 2011 Estadísticas de la micro y pequeña empresa", Dirección General de Estudios Económicos, Evaluación y Competitividad Territorial. Para 2010, ver: "Estadísticas", Dirección General de MYPE y Cooperativas.

⁷ El Ministerio de la Producción presenta información del número de MYPE formales clasificadas en rangos de ventas, definidos en términos de UIT. Para cada rango de ventas presentado, se consideró como nivel promedio el punto medio de cada uno. Luego, se calculó el nivel medio de ventas del total de MYPE formales como el promedio ponderado de cada uno de estos valores medios, usando como factor de ponderación el número de empresas en cada rango como proporción del total. Así, se estima que el nivel de ventas promedio de las MYPE formales fue de S/. 102 244 en 2010 y de S/. 112 195 en 2011.

No obstante, una limitante de este cálculo es que se podría estar sobreestimando el ingreso de las MYPE, ya que no se considera a las MYPE informales que sean clientes del sistema financiero (las que se ubicarían en rangos de bajos ingresos, aunque probablemente representen una baja proporción del total de clientes MYPE en el sistema financiero). Asimismo, la deuda promedio de las MYPE se mantiene relativamente estable por la incorporación de un mayor número de clientes (principalmente, microempresas), como consecuencia del proceso de bancarización e inclusión financiera de este segmento. Así, la incorporación de nuevos deudores, inicialmente con bajos saldos de deuda, atenúa el crecimiento de la deuda promedio.

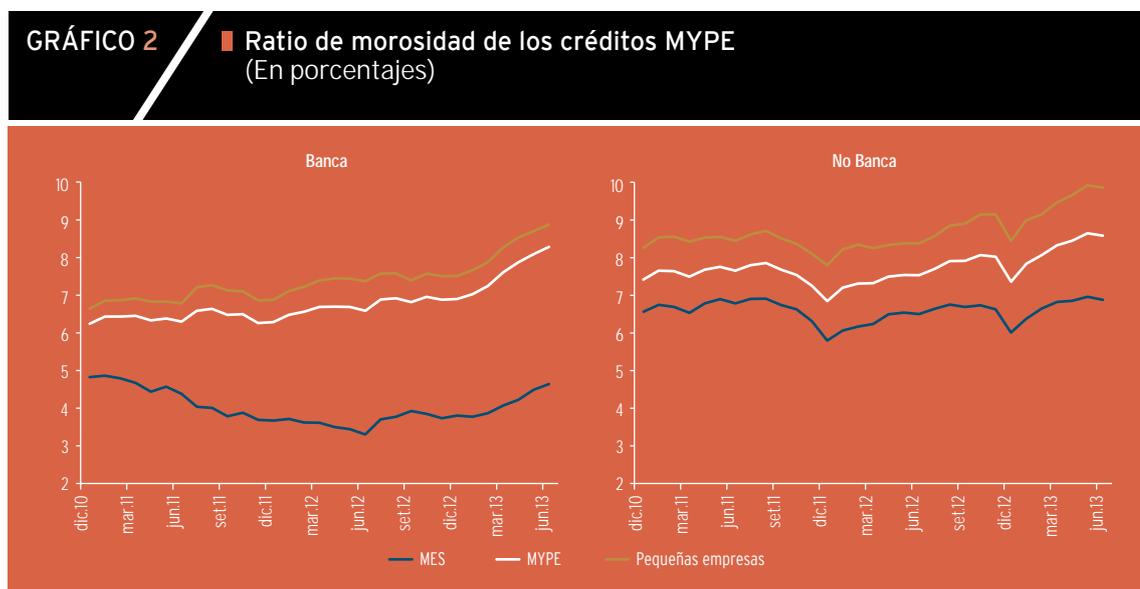
Cabe resaltar que si bien los indicadores analizados no reflejarían, en promedio, un excesivo endeudamiento de las MYPE, se debe tener en cuenta que es posible que existan situaciones de sobreendeudamiento en las MYPE de ciertos sectores económicos y/o zonas geográficas.

Así, la empresa clasificadora de riesgo Equilibrium refiere que el posible sobreendeudamiento generalizado entre los clientes del sistema microfinanciero regulado peruano es uno de los causantes del menor ritmo de crecimiento de estos créditos y de su mayor morosidad⁸. Otra empresa clasificadora, Apoyo y Asociados, esboza la misma idea y enfatiza que esta consideración debe incluirse en la estrategia de negocios de este tipo de entidades⁹; mientras que Class & Asociados señala que la creciente competencia en el

sector de microcrédito y la saturación del mercado en plazas del interior del país, principalmente en la zona norte, ha originado sobreendeudamiento, fuga de cartera, así como márgenes cada vez más estrechos para las instituciones especializadas¹⁰. Por su parte, la Federación Nacional de Cooperativas de Ahorro y Crédito del Perú – FENACREP¹¹ realiza una advertencia similar para el sector no regulado por la SBS, aunque añade que el sobreendeudamiento es diferenciado en determinadas zonas del país y es causado por un incremento en la oferta de créditos.

En cuanto a la calidad de la cartera MYPE, la evolución del ratio de morosidad¹² de estos créditos en los últimos años revela algunas tendencias (ver Gráfico 2):

- Los bancos registran menores niveles de morosidad de sus créditos MYPE que las entidades no bancarias (tanto en pequeñas empresas como en microempresas). Esta evolución está asociada a que el rol “bancarizador” es asumido principalmente por las entidades no bancarias.
- Los créditos a microempresas (MES) presentan niveles de morosidad más bajos que los observados en los créditos a pequeñas empresas. Ello refleja el hecho que el nivel de deuda promedio de las microempresas ha venido decreciendo en los últimos años, mientras que la deuda promedio de las pequeñas empresas ha aumentado.
- La morosidad de los créditos a microempresas muestra una tendencia relativamente estable;



⁸ Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. “Análisis del Sistema Microfinanciero Peruano (Cifras a diciembre de 2012)”. Abril 2013.
⁹ Apoyo & Asociados. “Instituciones Financieras - Caja Rural de Ahorro y Crédito Prymera”. Setiembre 2013.
¹⁰ Class & Asociados S.A. “Informe de Evaluación de Empresas de los Sistemas Financiero y de Seguros al 30 de junio del 2013 - Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Sullana”. Setiembre 2013.
¹¹ FENACREP. “Evolución y Principales Indicadores de las Cooperativas de Ahorro y Crédito del Perú”. Marzo 2013.
¹² El ratio de morosidad se define como la suma de los créditos vencidos, en cobranza judicial, refinanciados y reestructurados, como proporción del saldo total de créditos.

CUADRO 3 ■ Características de los deudores de créditos MYPE en el sistema financiero*

No. de entidades con las que registran deuda	Junio 2012				Diciembre 2012				Junio 2013			
	Número de deudores	Saldo (Mill. S./.)	Deuda promedio (En S./.)	Ratio de morosidad (%)	Número de deudores	Saldo (Mill. S./.)	Deuda promedio (En S./.)	Ratio de morosidad (%)	Número de deudores	Saldo (Mill. S./.)	Deuda promedio (En S./.)	Ratio de morosidad (%)
1	1 372 784	12 710	9 259	8,5	1 436 768	13 463	9 370	8,6	1 462 545	14 008	9 578	9,7
2	355 374	8 753	24 630	6,2	372 627	9 341	25 067	6,1	371 524	9 477	25 508	7,4
3 ó más	122 406	6 904	56 402	5,3	123 944	7 273	58 677	5,5	118 144	6 962	58 926	7,3
Total	1 850 564	28 367	15 329	7,0	1 933 339	30 076	15 557	7,1	1 952 213	30 447	15 596	8,4

* BANCOS, FINANCIERAS, CAJAS MUNICIPALES, CAJAS RURALES Y EDPYMES.
FUENTE: REPORTE CREDITICIO CONSOLIDADO (RCC).

mientras que en los créditos a pequeñas empresas, la morosidad se viene incrementando, sobre todo en la banca.

- El mayor incremento en el ratio de morosidad se observó en el primer semestre de 2013, en línea con la desaceleración de la actividad económica.

Cabe indicar que la caída en el ratio de morosidad de los créditos MYPE observada en los meses de diciembre de los últimos años, principalmente en las entidades no bancarias, se debe, en parte, a los castigos de cartera que realizan estacionalmente (básicamente a fines de año) las instituciones microfinancieras, lo que automáticamente mejora su indicador de morosidad.

Otro aspecto interesante de las MYPE tiene que ver con sus patrones de financiamiento: en el último año, la proporción de MYPE que registra deuda con solo una entidad financiera (clientes únicos) ha permanecido estable en alrededor de 75% del total, esto es, tres de cada cuatro deudores MYPE son clientes únicos (ver Cuadro 3).

No obstante, una fuente de riesgo latente es que si bien el 25% de las MYPE registra obligaciones con dos o más entidades financieras (clientes compartidos), sus créditos representan alrededor del 55% del saldo total de créditos otorgados a este segmento. El segmento de pequeñas empresas es el que registra la mayor proporción de clientes (y de saldo de deuda) compartidos entre dos o más entidades financieras¹³.

Por su parte, la deuda promedio de aquellos deudores que registran créditos con tres o más entidades financieras es la que registró el mayor crecimiento en el último año (4,5%, entre junio de 2012 y junio de 2013), en comparación con la deuda promedio de los clientes únicos (3,4%) y de los clientes compartidos por dos entidades (3,6%).

Otro hecho interesante es que las MYPE con deuda en una sola entidad financiera registran

el ratio de morosidad más alto (9,7% en junio de 2013). Ello se debería a que en este grupo de clientes únicos están incluidos los clientes recientemente bancarizados y con escaso historial crediticio, por lo que la mayor morosidad puede ser consecuencia de que el proceso de bancarización involucra tomar clientes de segmentos económicos cada vez más bajos, lo que implica un mayor perfil de riesgo para estos créditos.

En la medida que una MYPE acude a más entidades financieras en busca de financiamiento, el proceso de evaluación crediticia suele ser más riguroso, dado que se dispone de mayor información sobre su historial crediticio. Ello se refleja en que los niveles de morosidad de los clientes compartidos son, en promedio, menores que los de los clientes únicos.

Cabe resaltar que los clientes MYPE tienen ingresos altamente procíclicos, por lo que una desaceleración económica como la observada en el primer semestre de este año afecta en mayor medida sus ingresos, lo que compromete su capacidad de pago y deviene en una morosidad más alta. Así, el incremento en la morosidad de los créditos MYPE registrado en el primer semestre (de 7,1% en diciembre de 2012 a 8,4% en junio de 2013) ocurrió en todos los deudores del segmento, tanto en los clientes únicos como en los compartidos. Destacó el aumento de la morosidad de los clientes que registran créditos con tres ó más entidades financieras (de 5,5% a 7,3%).

En conclusión, es importante continuar perfeccionando estos indicadores y seguir monitoreando la evolución de los créditos MYPE, en particular para deudores compartidos por más de una entidad financiera y del segmento de pequeña empresa, cuya morosidad viene registrando incrementos sostenidos. Dicho análisis nos permitirá identificar potenciales riesgos que podrían tener efectos diferenciados entre entidades bancarias y no bancarias.

¹³ En las pequeñas empresas, la proporción de clientes que son compartidos por dos o más entidades financieras (45,6% del número total de clientes) es mayor que en las microempresas (19,5%). Asimismo, la proporción que representa el saldo de créditos a pequeñas empresas que registran deuda con dos o más entidades financieras (60,3% del saldo total de créditos a las pequeñas empresas) es mayor que en el caso de las microempresas (32,1%).

Solidez de las instituciones financieras y el Comité DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA¹

MARÍA TERESA GARAYAR*

Cuando una institución financiera es solvente tiene las características que hacen que se la considere sólida. También posee otras que tienen la facultad de catapultar su crecimiento o, en su defecto, debilitarla. Para poder diagnosticar con precisión el estado de una institución, debe realizarse un análisis específico y así identificar los indicadores que podrían, en una determinada situación, impulsar su crecimiento o hacerla fallar; sin olvidar observar las señales cualitativas en su evolución.

¹ Comité establecido en 1974 por los bancos centrales del Grupo de los 10 principales países del mundo. Constituye un fórum de cooperación para asuntos de supervisión bancaria. Su objetivo es mejorar el entendimiento y la calidad de la supervisión bancaria en el ámbito internacional. Actualmente, los países miembros del Comité son Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, España, Estados Unidos, Francia, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Países Bajos, Reino Unido, Rusia, Singapur, Sud África, Suecia, Suiza y Turquía. <http://www.bis.org/bcbs/about.htm>

* Especialista Senior del BCRP.
maria.garayar@bcrp.gob.pe

A nivel sistémico internacional, las entidades supervisoras suelen ponerse en el peor escenario y considerar sus consecuencias. Por ello, exigen medidas a las instituciones financieras para que sobrevivan aún en esas circunstancias. Sin embargo, éstas se oponen a ellas en aras a su rentabilidad.

FUENTES DE PROBLEMAS

En los primeros años del nuevo milenio se observó un notable incremento en la rentabilidad de los bancos. Sin embargo, posteriormente muchas de estas instituciones estuvieron al borde de la quiebra o quebraron. Esto se debió a una serie de factores que, sin ser exhaustiva, se detalla a continuación.

A.- Riesgo moral o “moral hazard”: Para el buen funcionamiento de la economía se requiere de un sistema financiero fuerte, por lo que los gobiernos tienden a apoyar a las instituciones financieras que podrían poner en peligro la estabilidad financiera. El riesgo moral se presenta por la confianza excesiva de las instituciones en el apoyo del gobierno, que les hace asumir mayores riesgos que los que tomarían de no contar con ese apoyo. Así:

- **Descalces excesivos en plazos:** Los bancos transforman los pasivos a corto plazo en activos a largo plazo cuando los fondos de depósitos que captan los prestan a plazos sustancialmente mayores a la liquidez implícita en ellos, especialmente, los de ahorros. Esto se realiza por que se considera que no todas las personas retirarán sus depósitos a la vez, tal como ha pasado a lo largo de la historia. El único momento en que los depositantes se agolpan para hacer retiros simultáneos es en una corrida, situación que está cubierta por el prestamista de última instancia que suele ser el banco central.

Previo a la crisis financiera, existían bancos que querían seguir creciendo, no contaban con suficientes depósitos y no existiendo reglamentación que lo prohibiera, decidieron captar fondos en los mercados de capitales. En ese momento captaron fondos a corto plazo para colocarlos a un plazo mayor y cuando se presentó una situación de iliquidez repentina y no pudieron renovar la captación de fondos de corto plazo, los bancos centrales intervinieron para cubrir la diferencia.

- **Excesivo apalancamiento:** Algunas instituciones superaron las restricciones vigentes sobre máximos en apalancamiento al crear fondos que ellos “administraban”, y por lo tanto, no figuraban en el balance. Captaban fondos de los clientes y los colocaban, y para mejorar la rentabilidad se endeudaban. Este



Para poder diagnosticar con precisión el estado de una institución, debe realizarse un análisis específico



endeudamiento se hacía a corto plazo y las inversiones a plazos mayores. Cuando no pudieron refinanciar y el financiamiento se encareció, perdieron parte o la totalidad de los fondos que les entregaron.

- **Descalces excesivos en monedas:** La rentabilidad de los fondos en distintas monedas está afectada por la tasa de interés que se puede obtener por los fondos en esa moneda, en tanto que en el costo de oportunidad además de la tasa de interés influye el tipo de cambio de conversión en la moneda objetivo. Así por ejemplo, en determinados momentos, la baja tasa de interés imperante en yenes motivó a los agentes económicos a obtener créditos en yenes para luego convertir los fondos a otra moneda e invertirlos. Este tipo de operaciones subsistió mientras el tipo de cambio se mantuvo estable. Sin embargo, como estas situaciones no son eternas, cuando se revierten pueden generar pérdidas significativas, como sucedió con la devaluación del yen de setiembre 2012 a la fecha, por ejemplo.
- **Riesgo excesivo:** En un entorno de bajas tasas de interés, los administradores de fondos buscaron lo que ellos llamaron “innovaciones tecnológicas” para aumentar los rendimientos. En la evaluación de estas innovaciones pesó más la mayor rentabilidad que el análisis del riesgo implícito. Adicionalmente, ni los directivos, ni los clientes tuvieron una noción clara del riesgo implícito. Imperó la fábula de los trajes invisibles del emperador.

B.- Incentivos perversos: Otra causa de que las empresas tomen más riesgos de los necesarios, es la gran separación entre accionistas y directivos de la empresa y la divergencia en sus objetivos.

- La principal prioridad para los administradores de las empresas es maximizar sus propios bene-

ficios y esto se consigue haciendo mejoras en el corto plazo, ya que en ese caso los accionistas autorizan aumentos de salarios y/o de bonos, aunque esta mejora no sea sostenida ni sostenible. Si posteriormente la situación de la empresa empeora, los administradores de la empresa, simplemente, buscan empleo en otra.

- Por su parte, la principal prioridad de los accionistas es la rentabilidad de las empresas, sin embargo a veces no tienen suficiente información que les permita determinar el nivel de riesgo que están asumiendo con las políticas propuestas por los directivos.

C.- Instituciones calificadoras: Se volvió frecuente usar a las principales agencias calificadoras como medida del riesgo crediticio de una emisión de deuda o de un emisor. El acuerdo de Basilea II que determinaba la necesidad de capital de las instituciones financieras consideraba el uso de estas agencias, así como la entidad supervisora de valores de Estados Unidos (U.S. Securities and Exchange Commission – SEC). Se suponía que estas entidades contaban con mayor información y mejor equipo de análisis, por lo que una evaluación diferente quedaba desvirtuada.

Ante la importancia adquirida por las agencias para determinar la valía crediticia de las instituciones, cualquier cambio afecta a los costos de financiamiento de las instituciones de manera significativa. Por lo tanto, un cambio en la calificación puede desestabilizar a una institución ya en riesgo. En consecuencia, las agencias estaban sujetas a la responsabilidad de no empeorar una situación que podía ser considerada sólo temporal. Sin embargo, algunos analistas sostuvieron que existieron señales de que las agencias calificadoras actuaron con demasiado rezago, quizás tratando de no empeorar una situación ya difícil.

En este contexto, algunas instituciones que solamente invirtieron en activos con el mayor nivel crediticio “AAA”, perdieron parte o la totalidad de los fondos invertidos, con gran descrédito para sus directivos.

D.- Mercado eficiente: En Estados Unidos se popularizó la noción de que la regulación de las instituciones debía ser ligera, ya que para que el mercado fuese eficiente, debería operar libremente. La noción establecía que el mercado regula las instituciones sin necesidad de supervisión gubernamental, la que consideraban deficiente. Sin embargo, cuando las nefastas consecuencias de los elevados riesgos incurridos por las instituciones financieras amenazaban poner en peligro la economía, los gobiernos tuvieron que salir al rescate de las instituciones.

La práctica de salvataje de las instituciones se repitió varias veces en EE.UU. a través de las sucesivas crisis financieras que se presentaron. Hacia fines del siglo pasado, se puede señalar a la crisis de las Saving and Loan Association, especie de cooperativas, (décadas 80 y 90), que afectó también a los bancos en las que el gobierno invirtió un neto de US\$ 124 mil millones; así como la quiebra del Long-Term Capital Management L.P. (LTCM)² que se produjo a finales de la década de los años 90, asumida por otras entidades financieras.

Si en la última crisis el gobierno de EE.UU. hubiera salvado a Lehman Brothers, quizás el escenario actual sería distinto. En ese momento, se criticó que las utilidades fueran privadas y las pérdidas públicas. Sin embargo, las pérdidas podrían haber sido mayores sin algún tipo de intervención gubernamental.

E.- Insuficiente diversificación: En determinados momentos, las instituciones financieras dependieron demasiado de esquemas que les estaban dando un buen rendimiento. Cuando los factores externos cambiaron, quedaron muy expuestas. Así:

- Concentración de préstamos en alguna empresa o grupo económico, concentración de captación de fondos en algún instrumento, concentración de fuentes de financiamiento: Con la diversificación se difumina el riesgo. Si un banco tiene una alta exposición a una empresa y esa empresa falla, la institución financiera le sigue.
- Concentración en sectores económicos o países: En general, la diversificación es favorable, a menos que esté correlacionada, por lo que se debe evaluar la concentración de los presta-



Es ahora
que se deben preparar
normas y salvaguardas
adecuadas



² Fondo de inversión libre de carácter especulativo, con un apalancamiento de 25 a 1.

mos en un sólo sector económico o en un país extranjero.

- Aumento de los ingresos no relacionados a intereses: Con el objetivo de maximizar sus utilidades y ante la autorización legal (implícita, explícita o de facto), las instituciones financieras se embarcaron en operaciones que no estaban relacionadas con el concepto inicial de bancos, esto es, captación de depósitos y otorgamiento de créditos.
- Excesiva dependencia de colaterales: Sin considerar que los colaterales mismos están afectos a las fluctuaciones del mercado.
- Globalización de los riesgos: No se consideró la alta correlación que existe entre los diversos tipos de riesgo. En un mercado tranquilo, no se presentan normalmente estas interrelaciones, pero aparecen cuando los mercados están en períodos de stress, tanto a nivel nacional como extranjero, entre distintos tipos de activos y de sectores económicos, entre otros.

Cabe indicar que muchos de estos problemas se acrecentaron ante la poca e inadecuada información que proporcionaban algunas instituciones financieras, sea porque por sus características singulares no estaban directamente sujetas a una fuerte supervisión, o por su calidad de instituciones internacionales, o por su naturaleza distinta a la de los bancos.

APORTES DEL COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA

Para hacerle frente a los problemas del sistema financiero, tanto los mencionados anteriormente como los que se han quedado en el tintero, se creó el Comité de Basilea.

El referido Comité, no tiene autoridad supervisora a nivel internacional, pero ha formulado una serie de lineamientos y recomendaciones que constituyen reformas para fortalecer el sistema bancario. Su propósito es promover normas universales y espera que los países apliquen estas normas adecuándolas a sus necesidades.

Como resultado de la colaboración en la supervisión de bancos internacionales, el Comité ha dirigido su atención a varios tópicos. Entre estos, el que ha captado la mayor atención en fechas recientes es el del nivel adecuado de capitalización de los bancos.

Un tópico menos conocido y que aun no entra

en vigencia es el establecimiento de un ratio de cobertura de liquidez (RCL), recientemente modificado en enero y que presentaremos a continuación en un somero resumen.

Ratio de Cobertura de Liquidez (RCL)³

Este ratio pretende promover la fortaleza de los perfiles de riesgo de liquidez de los bancos y lo hace tratando de asegurar que estas instituciones posean suficientes activos líquidos de alta calidad que les permitan cubrir un escenario de *stress* por un lapso de 30 días, y además, promover la fortaleza en un horizonte mayor al crear incentivos para que los bancos sufraguen sus actividades con fuentes de financiamiento con mayor estabilidad en forma más permanente. Así, el ratio de financiamiento estable neto tiene un horizonte de un año y complementa al ratio de cobertura de liquidez.

El ratio de cobertura de liquidez de Basilea establece un nivel mínimo de liquidez para los bancos que operan internacionalmente. Las autoridades nacionales pueden requerir de niveles mínimos superiores a los de Basilea, en especial si el de Basilea no refleja adecuadamente los riesgos de liquidez que enfrentan los bancos de un determinado país.

Adicionalmente al ratio de liquidez, Basilea ha desarrollado un juego de herramientas de monitoreo que le permitan fortalecer y promover la supervisión del riesgo de liquidez mundial, las que se detallarán posteriormente.

• Ratio de Liquidez

La implementación del ratio de liquidez se hará de manera gradual a partir del 1 de enero 2015, tal como se establece en el Cuadro 1:

El comité reafirma que durante períodos de *stress*, es completamente apropiado usar los activos líquidos de alta calidad y por lo tanto que disminuya el ratio en estos períodos.

Según la definición del Comité de Basilea, las características fundamentales de los activos líquidos de alta calidad son bajo riesgo, valuación fácil y segura, baja correlación con activos riesgosos, cotizados en una bolsa desarrollada y reconocida, deben figurar activamente en un mercado grande, tener baja volatilidad, ser un activo que se busca en períodos de *stress* (*flight to quality*). En general, se busca que sean activos cuya liquidez

CUADRO 1 ■ Cronograma de implementación del Ratio de Liquidez

	1 Ene 2015	1 Ene 2016	1 Ene 2017	1 Ene 2018	1 Ene 2019
RCL mínimo	60%	70%	80%	90%	100%

³ <http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>

CUADRO 2 ■ Factores de ponderación de los activos	
Item	Factor
A. Activos de Nivel 1	
<ul style="list-style-type: none"> • Monedas y billetes • Valores transables en el mercado de países, bancos centrales, empresas públicas y bancos de desarrollo • Reservas de bancos centrales que califiquen • Deuda interna de los países o bancos centrales de países que no son calificados como riesgo 0% 	100%
B. Activos de Nivel 2 (Máx 40% de los Activos de Alta Calidad de Liquidez)	
Activos de nivel 2A	
<ul style="list-style-type: none"> • Activos de países, bancos centrales, bancos multilaterales y empresas públicas que son calificados con un riesgo de 20% • Valores de deuda de empresas calificados con AA- o más alto • Bonos coberturados calificados con AA- o más alto 	85%
Activos de Nivel 2B (Máx 15% de los Activos de Alta Calidad de Liquidez)	
<ul style="list-style-type: none"> • Valores calificados respaldados por hipotecas • Valores calificados de deuda corporativa con calificativos entre A+ y BBB- • Acciones comunes calificadas 	75%
	50%
	50%

permanezca intacta en períodos de problemas de mercado severos. Es preferible si estos activos pueden usarse para operaciones con los bancos centrales.

Cabe indicar que dentro de los activos líquidos de alta calidad, Basilea incluye valores transables de gobiernos o garantizados por gobiernos, de bancos centrales, del FMI, del BCE o la Comunidad Europea o bancos de desarrollo multilateral, sujetos a ciertas condiciones. Entre estas condiciones se incluye una asignación de riesgo cero bajo las normas estandarizadas de riesgo crediticio de Basilea II, lo que ha sido debatido y debatible en los momentos de incertidumbre sobre la solidez de algunos países europeos.

El ratio de liquidez tiene dos componentes. Por un lado el valor de los activos de alta calidad de liquidez en condiciones de stress y por el otro, el valor total de los egresos, calculados de acuerdo a ciertos parámetros.

$\frac{\text{Valor de los Activos de alta calidad de liquidez}}{\text{Salida neta de efectivo en los siguientes 30 días calendarios}} > 100\%$

•Activos

Como se aprecia en el Cuadro 2, los porcentajes son factores que deben ser multiplicados por el monto total de cada activo.

•Egresos

Para estimar el ratio de liquidez debe calcularse los pagos totales netos en los próximos 30 días calendarios, incluyendo las tasas de probabilidad de retiros dependiendo del tipo de activos (Cuadro 3).

Asimismo, se establecen requerimientos de respaldo adicionales específicos como los que se muestran en el Cuadro 4.

En cuanto a las entradas de efectivo, Basilea establece que sólo se deben de considerar ingresos contractuales (incluyendo el pago de intereses) de cuentas vigentes y que el banco no espera que entren en problemas en un horizonte de 30 días.

CUADRO 3 ■ Tasa de probabilidad de retiros de activos	
Categoría de financiamiento	
Respaldados por activos de nivel 1 o en bancos centrales	0%
Respaldados por activos de nivel 2A	15%
Operaciones garantizadas por el gobierno del país al que pertenece el banco y no incluidos en los dos anteriores	25%
Respaldados por valores hipotecarios incluidos en activo con nivel 2B	
Respaldados por otros activos de nivel 2B	50%
Resto	100%

CUADRO 4 ■ Requerimientos adicionales

Elemento potencialmente riesgoso	Nivel de activos líquidos de alta calidad requeridos
Deuda que vence en el período	100% del monto a vencer
Opciones implícitas en los acuerdos financieros que permiten la devolución de los activos o apoyo de liquidez	100% del monto de los activos que tendrían que devolverse potencialmente, ó la liquidez requerida.

Para evitar que el banco dependa solamente de los flujos de ingresos, Basilea ha establecido un máximo de 75% para cubrir egresos de fondos, con lo cual el banco tiene que mantener un mínimo de 25% de los egresos de fondos previstos, en activos líquidos de alta calidad.

• Herramientas de monitoreo

Adicionalmente al uso del RCL, Basilea recomienda el uso de herramientas de monitoreo que ayudarían a los supervisores a obtener la información necesaria para evaluar el nivel de riesgo de un banco. Entre estas herramientas recomiendan verificar:

- El desequilibrio de plazos
- La concentración de financiamiento
- Los activos deben estar libres de cualquier restricción a la liquidación, venta, transferencia o asignación (unencumbered)
- El RCL por monedas importantes y
- Herramientas relacionadas al monitoreo del mercado.

• Información

Al mencionar a las herramientas relacionadas al monitoreo del mercado, además de los datos obtenibles de los balances, la Comisión de Basilea sugiere acopiar información disponible en el mercado.

Entre la información que se puede obtener, está la de la dirección (al alza o a la baja) y el nivel de los principales mercados, considerando el impacto potencial en el sector financiero y en la institución específica. Consideran que esta información también es importante para evaluar los supuestos implícitos en los planes de financiamiento de los bancos.

Otra información que se podría monitorear incluye a los precios de las acciones, los mercados de deuda, de tipos de cambio, de materias primas; así como los índices relacionados a productos específicos, como los que existen para algunos productos titulizados. Esta información en general también puede tomarse para el sector financiero o un sub sector específico, incluyendo índices.

Indican que en el momento de evaluar, si el mercado está perdiendo confianza en una insti-

El ratio de cobertura de liquidez de Basilea establece un nivel mínimo para los bancos que operan internacionalmente

tución en especial, es útil tomar datos sobre precio de sus acciones, CDS, los precios a los que transa en el mercado de dinero, la situación de sus refinanciamientos y los precios de varios tipos de financiamiento; así como los precios de la deuda subordinada en el mercado secundario.

Advierten, que es muy importante la correcta interpretación de la información recabada.

CONCLUSIÓN

El Perú ha pasado por etapas de crisis financieras que felizmente han sido superadas. Actualmente, el país está disfrutando una época de bonanza. Es ahora que se deben preparar normas y salvaguardas adecuadas para evitar que las crisis ocurran en cuanto estemos en otra etapa del ciclo económico.

Sin embargo, no solo es necesario establecer los límites. Adicionalmente, es muy importante la forma en que estos límites y normas sean medidos y monitoreados, tanto al interior de la empresa como por parte de los supervisores.

Crecimiento de los socios comerciales y términos de intercambio: EFECTOS SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

ALAN LEDESMA*

En términos macroeconómicos, el desempeño económico mundial se refleja en el crecimiento de los socios comerciales y en los términos de intercambio. Sin embargo, no es evidente cuál de estas variables afecta más significativamente a la actividad económica. Es por ello que el propósito del presente artículo es evaluar la relevancia de estas variables en el crecimiento doméstico.

* Especialista en Modelos Macroeconómicos del BCRP.
alan.ledesma@bcrp.gob.pe

Hemos sido testigos del desarrollo de dos crisis de magnitud global en los últimos seis años, la crisis financiera *sub-prime* y la crisis de deuda soberana. Durante estos eventos se observó que el impacto sobre nuestra economía no fue tan dramático como fueron los efectos de otras crisis globales en décadas pasadas. Se cree que esta menor vulnerabilidad observada se vio favorecida por situaciones coyunturales. En específico, se piensa que la dinámica de los precios de los *commodities* contrarrestaron los efectos de un menor crecimiento de nuestros socios comerciales. Por ello, nos interesa evaluar empíricamente la sensibilidad del crecimiento del PBI ante cambios en el crecimiento de nuestros socios comerciales y en los términos de intercambio.

En general, el efecto del crecimiento de socios comerciales sobre el PBI doméstico ha sido tratado en varios estudios empíricos, y como reportan Arora y Vanvakidis (2004), el crecimiento doméstico suele ser muy sensible al crecimiento de socios comerciales. También en la literatura, se reportan efectos significativos de los términos de intercambio sobre el PBI real, tal es así que, como señalan Diewert y Morrison (1986) y Fox y Kohli (1997), estos efectos podrían ser lo suficientemente persistentes como para afectar a la productividad total de factores.

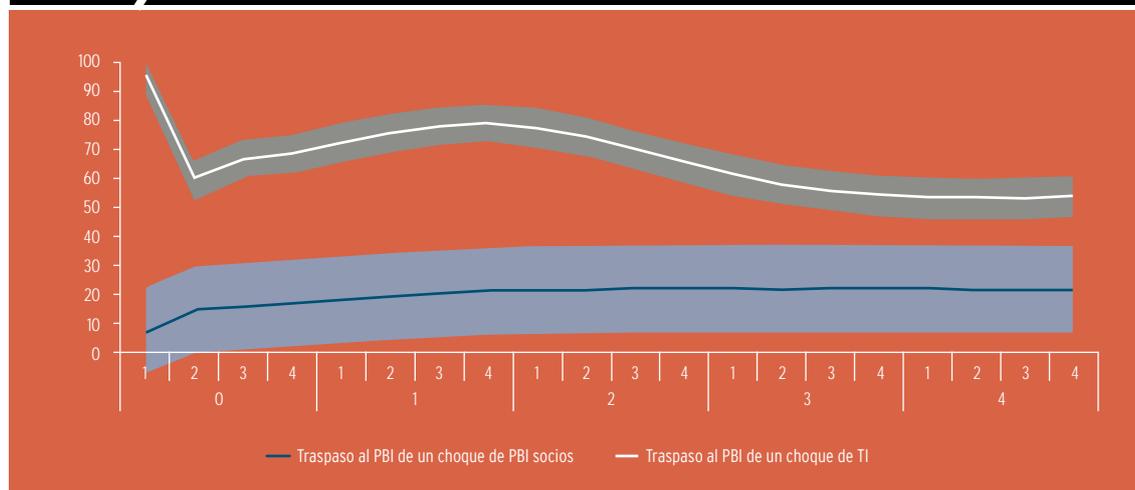
Dado que los términos de intercambio y el crecimiento de los socios comerciales afectan a la dinámica del PBI doméstico mediante el comercio internacional, se propone implementar un modelo cuyo sistema de variables contiene al PBI, exportaciones, importaciones, tipo de cambio real multilateral, términos de intercambio y PBI de socios comerciales¹.

En general el crecimiento del PBI es más sensible a la dinámica del crecimiento de los socios comerciales que a la evolución de los términos de intercambios, pero los términos de intercambio son muy volátiles

Debido a que, típicamente, estas series son no estacionarias (lo que se verificó con pruebas de raíz unitaria) se utilizó el Modelo de Vector de Corrección de Errores (VCEM por sus siglas en inglés). Primero, se aplicó la prueba de Johansen y se encontró evidencia de cuatro tendencias comunes en el sistema. Luego, se estimó el VECM, para el cual se incluyeron restricciones en los parámetros del modelo tal que:

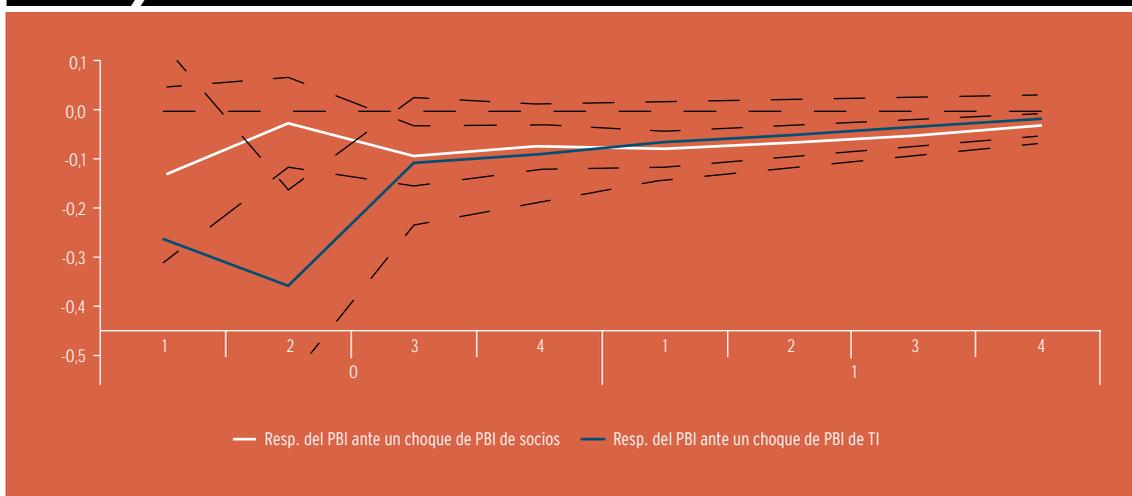
- i. En el largo plazo, se comparta una tendencia entre el PBI y las importaciones, y otra tendencia independiente entre el PBI de socios comerciales y las exportaciones (restricción para identificar el VECM).
- ii. En el corto plazo, se evita la retroalimentación de las variables domésticas hacia las variables externas (restricción para mejorar el ajuste del modelo).

GRÁFICO 1 ■ Traspaso de choques al PBI



¹ Se considera un promedio ponderado de los índices de producción de nuestros principales socios comerciales: Estados Unidos, China, Alemania, Suiza, Japón, Canadá y Chile. Los pesos corresponden a la participación del socio en nuestro comercio internacional.

GRÁFICO 2 ■ Traspaso de choque al PBI



Se incluyen también algunas restricciones adicionales para identificar las correlaciones contemporáneas entre las variables del sistema:

- i. El crecimiento del PBI se determina contemporáneamente sólo por las exportaciones netas.
- ii. El crecimiento de las exportaciones e importaciones se determinan contemporáneamente por todas las variables del sistema.
- iii. El tipo de cambio real multilateral se determina por los términos de intercambio y crecimiento de socios comerciales.
- iv. El crecimiento de los socios comerciales y los términos de intercambio son las variables exógenas del sistema.

De los resultados de la estimación, presentados en el Gráfico 1, se tiene evidencia de que en general el crecimiento del PBI es más sensible a la dinámica del crecimiento de los socios comerciales que a la evolución de los términos de intercambio. En el largo plazo, un choque en el crecimiento de los socios comerciales se traslada en 53 por ciento al PBI, mientras que un choque en los términos de intercambio lo hace en 20 por ciento. Cabe resaltar, que el traslado inicial es incluso mayor ante un choque en el crecimiento de socios comerciales (96 versus 7 por ciento).

Sin embargo, los términos de intercambio registran una volatilidad más pronunciada que la del crecimiento de los socios comerciales. Es de esperar, por ejemplo, que una contracción de 10 por ciento en los términos de intercambio sea más frecuente que una de la misma magnitud para el crecimiento de los socios comerciales.

Para hacer un análisis más preciso y contemplar la mayor volatilidad reportada por los términos de intercambio, se deben comparar las respuestas a los choques o impulsos típicos. Un choque típico se obtiene al cuanti-

ficar la desviación estándar de los choques puros históricos en cada una de estas variables del sistema.

Se tiene así que un choque típico en el crecimiento de socios comerciales es de 0,14 por ciento, mientras que uno en el crecimiento de los términos de intercambio es de 3,9 por ciento. En el Gráfico 2, se reportan las respuestas del crecimiento del PBI ante choques típicos en el crecimiento de socios comerciales y en los términos de intercambio. Se observa que, al menos durante el primer año, el PBI responde más al choque de términos de intercambio, que a un choque en el crecimiento de socios comerciales.

En conclusión, cuando comparamos las respuestas del crecimiento del PBI ante estos choques típicos, se tiene que, en general, las contracciones en el crecimiento de los socios comerciales se trasladan de manera más significativa a la dinámica del PBI doméstico. Sin embargo, las contracciones habituales del crecimiento de los socios comerciales son pequeñas en comparación a las contracciones habituales en los términos de intercambio. Por consiguiente, en la práctica, el PBI doméstico se ve más afectado por los choques en el crecimiento de los términos de intercambio, especialmente por sus magnitudes y frecuencias, y menos por el traslado de los mismos.

REFERENCIAS

- Diewert W. Erwin y Catherine J. Mordson (1986), "Adjusting Output and Productivity Indexes for Changes in the Terms of Trade," *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 96(383), pages 659-79, setiembre.
- Kevin J. Fox y Ulrich Kohli (1997), "GDP Growth, Terms of Trade Effects, and Total Factor Productivity", Université de Genève.
- Mark Zhang, Stuart Gourtey y Franklin Soriano (2006), "Analysing the Terms of Trade Effect on GDP and Employment in the Presence of Low Real Unit Labour Costs", Australian Bureau of Statistic.
- Vivek Arora y Athanasios Vamvakidis (2004), "How Much Do Trading Partners Matter for Economic Growth?". IMF working paper, febrero.

Exportaciones

no Tradicionales 2000-2012,
una historia de
**CRECIMIENTO,
APERTURA
Y DIVERSIFICACIÓN**

MANUEL RUIZ* Y RAFAEL VERA TUDELA**

La literatura económica resalta el rol del crecimiento y de la diversificación de las exportaciones como factor para el crecimiento económico sostenido¹: contextos de creciente apertura y diversificación comercial se fundamentan en firmas que generan procesos eficientes, realizan innovaciones, adaptan tecnología, adoptan patrones de mayor calidad e invierten en capital físico y humano, entre otros. Durante la última década, las exportaciones no tradicionales peruanas registran una evolución caracterizada por crecimiento y diversificación.

¹ Diversos estudios sugieren que la apertura comercial aumenta la productividad y la producción (Edwards, 1997; Frankel y Romer, 1999). La literatura resalta también el rol de la diversificación exportadora para reducir la volatilidad de los flujos de comercio (Ghost y Ostry, 1994; Bleaney y Greenaway, 2001) y acelerar el crecimiento económico (Sachs y Warner, 2000; Al-Marhubi, 2000; Hesse, 2006; Lederman y Maloney, 2007; Illescas y Jaramillo, 2011).

* Especialista en Políticas de Crecimiento Económico
manuel.ruiz@bcrp.gob.pe

** Jefe del Departamento de Políticas del Sector Real
rafael.veratudela@bcrp.gob.pe

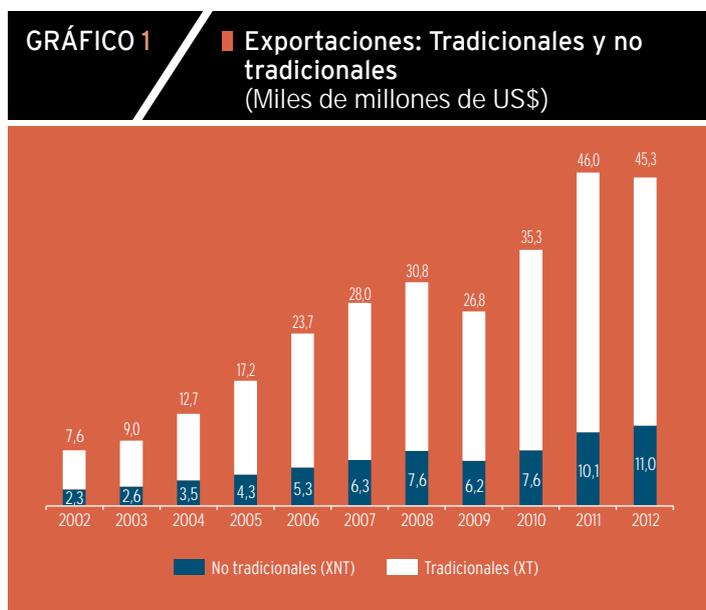
EVOLUCIÓN Y ESTRUCTURA SECTORIAL DE LA EXPORTACIÓN NO TRADICIONAL

La evidencia disponible para la última década muestra una creciente apertura comercial de la economía peruana, reflejada en un aumento del ratio de exportaciones e importaciones de bienes y servicios como porcentaje del PBI medido en términos reales, desde 35 por ciento en 2002 a 41 por ciento en 2012.

En contextos de creciente comercio exterior, la composición de las exportaciones es un factor importante para determinar la sostenibilidad y la volatilidad del crecimiento exportador. En comparación a las exportaciones tradicionales (XT) que se centran en recursos primarios, las exportaciones no tradicionales (XNT) incluyen aquellos bienes que tienen determinado grado de transformación o valor agregado, por lo que su evolución tiene un impacto significativo sobre el PBI, la productividad agregada, los ingresos y el empleo.

Durante la última década, el valor de las XNT casi se quintuplicó (de US \$ 2 256 millones en 2002 a US \$ 11 047 millones en 2012), con lo que las XNT registraron un crecimiento promedio anual de 17,2 por ciento y representaron el 24,2 por ciento de las exportaciones de bienes en 2012 (ver Gráfico 1).

Las exportaciones han tenido un comportamiento mixto, con un aumento de solo 4,3 por ciento en promedio anual del volumen de las XT en tanto que el volumen de las XNT ha crecido 11,4 por ciento anual. Así, a diferencia de las XT, la evolución del valor de las XNT se explica principalmente por crecimiento de volúmenes y, en menor medida, de precios (ver Gráfico 2).



FUENTE: BCRP.

La descomposición de las XNT a nivel sectorial muestra que el 82 por ciento del valor FOB de exportación de 2012 se concentra en cinco grupos principales de productos: agropecuarios (28 por ciento), textiles (20 por ciento), químicos (15 por ciento), sidero-metalúrgicos y joyería (10 por ciento) y pesqueros (9 por ciento) (ver Gráfico 3).

DIVERSIFICACIÓN DE LA EXPORTACIÓN NO TRADICIONAL

El sostenido crecimiento de las XNT durante la última década se debe en parte a su creciente diversificación; en este sentido, la evolución de las XNT es consistente con una mayor penetración de productos peruanos con valor agregado en los mercados internacionales.

La diversificación de las XNT puede observarse en dos dimensiones: hacia nuevos mercados y mediante nuevos productos. De acuerdo a la evolución de los últimos diez años, la diversificación de la oferta exportable peruana se ha realizado a través de ambos canales (ver Cuadro 1).

La diversificación de productos puede aproximarse a través del número de sub-partidas arancelarias exportadas². Entre 2002 y 2012, el número de sub-partidas, asociadas a productos no tradicionales, exportadas por el Perú registró un crecimiento de 22 por ciento (aumento de 816 sub-partidas, de 3 644 a 4 460).

Sin embargo, el potencial de diversificación por productos es significativo dado que, al año 2012 solo el 62 por ciento del universo arancelario de sub-partidas asociadas a productos no tradicionales es exportado por el Perú.

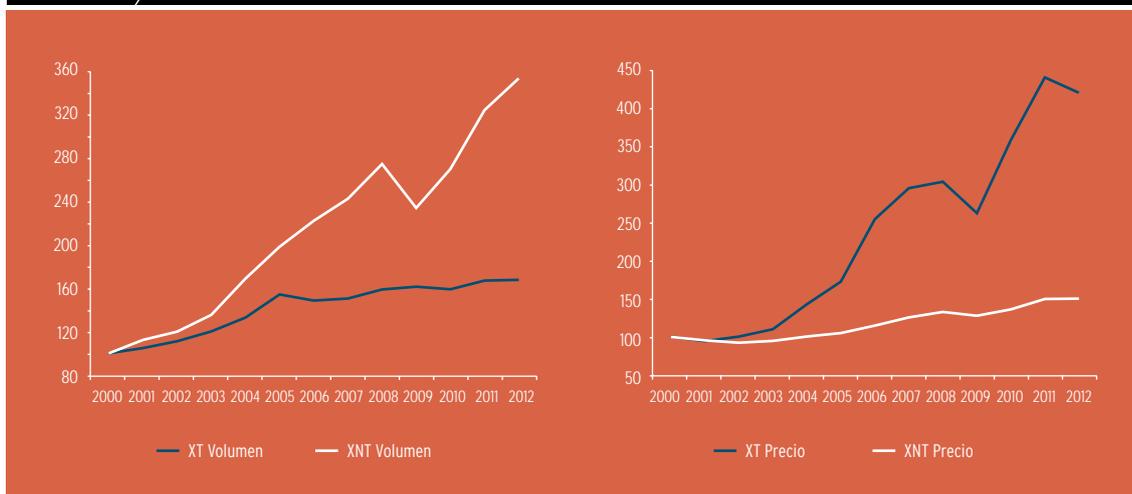
Por su parte, la diversificación por mercados de destino presenta un crecimiento de 18 por ciento entre 2002 y 2012 (de 148 a 175 países) debido al ingreso de productos peruanos a 27 nuevos países. No obstante, existe potencial de crecimiento dado que los referidos nuevos destinos importan montos pequeños en términos relativos de XNT peruanas.

En esa línea, es importante destacar que en conjunto las XNT peruanas muestran un perfil diversificado en términos de mercado de destino: en el año 2012 las XNT se distribuyeron principalmente entre Países Andinos (35 por ciento), Estados Unidos (23 por ciento), Unión Europea (17 por ciento), Mercosur (5 por ciento), China (3 por ciento) y México (2 por ciento).

Asimismo, resalta también el crecimiento como destino de exportación de algunos países que, a inicios de la década, no eran mercados principales de

² El número de sub-partidas arancelarias exportadas (10 dígitos) aproxima el número de productos exportados debido a que dentro de cada sub-partida pueden existir variedades de productos diferenciados.

GRÁFICO 2 ■ Exportaciones: Tradicionales y no tradicionales
(Índice de volumen y precio, 2002=100)



FUENTE: BCRP.

las XNT peruanas y que actualmente están entre los 25 destinos más importantes; entre ellos, China, Corea del Sur, Canadá; coincidentemente, países que suscribieron acuerdos comerciales con el Perú durante los últimos años.

En esta línea, los indicadores de concentración de países de destino (HHI), que miden el grado de concentración de mercados de exportación, muestran una reducción de 16 a 9 por ciento entre 2002 y 2012, lo que evidenciaría una disminución de la vulnerabilidad externa de las XNT peruanas (ver Gráfico 4).

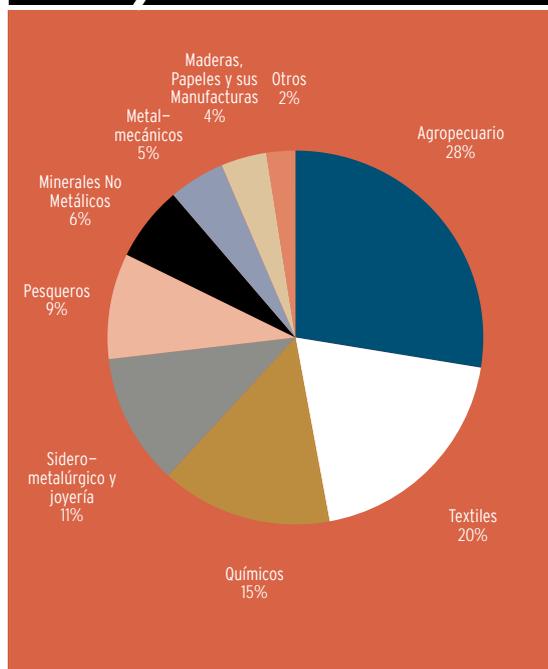
BALANCE Y RECOMENDACIONES DE POLÍTICA

Si bien la evidencia disponible para el año en curso muestra una reducción de las exportaciones peruanas, la que se explicaría principalmente por factores de naturaleza transitoria; cabe destacar que durante la última década, las exportaciones del Perú registraron niveles y tasas de crecimiento sin precedentes.

Complementado por el logro de la estabilidad macroeconómica, la aceleración del comercio exterior registrada durante el reciente decenio se explicaría por factores de naturaleza estructural tales como la conjunción de regulación estable para la inversión, solidez financiera y la consolidación de la apertura comercial como política de Estado.

La mayor diversificación de nuestra oferta exportable se ha traducido en nuevos productos, nuevos mercados de destino y nuevas empresas exportadoras. Esta mayor diversificación, suavizaría la vulnerabilidad de las empresas exportadoras ante choques externos tales como la apreciación cambiaria real bilateral o la desaceleración del crecimiento de los socios comerciales.

GRÁFICO 3 ■ Exportación no tradicional: Principales sectores
(Valores FOB en millones de US\$)



FUENTE: BCRP.

No obstante, dado que solo el 24 por ciento de las exportaciones de bienes del año 2012 son XNT, existiría significativo potencial de crecimiento, oportunidad que se debiera aprovechar para sostener las tasas de crecimiento registradas durante la última década. En esta línea, como complemento a los avances mencionados, existe espacio para la mejora transversal del clima de negocios nacional y de la apertura comercial, agenda pendiente para dinamizar las XNT que incluye:

- i. Por parte del sector privado, la consolidación de estrategias empresariales orientadas hacia la

CUADRO 1 ■ **Exportación no tradicional: Productos y mercados de destino**
(Número de sub-partidas arancelarias y número de países de destino de exportación)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Productos	3 644	3 743	3 838	4 001	4 078	4 270	4 244	4 275	4 422	4 429	4 460
Destinos	148	166	173	172	180	175	173	176	174	183	175

FUENTE: ADUANAS, SOBRE LA BASE DEL ARANCEL 2007.
ELABORACIÓN: BCRP.

- mayor productividad, adopción tecnológica, sofisticación de procesos y mayor diversificación de mercados y diferenciación de productos.
- ii. Por parte del sector público, la aceleración de las reformas pendientes para la eliminación de los cuellos de botella existentes:
 - a. Flexibilización de la legislación laboral aplicable a la mediana y gran empresa, expandiendo a estas el ámbito del régimen actualmente vigente para las pequeñas empresas, garantizando el acceso a los derechos laborales fundamentales.
 - b. Alineamiento entre la demanda laboral y la oferta de los servicios de educación. Para ello, las políticas pueden considerar: medidas dirigidas al incremento de la calidad de la educación básica y la mejora del profesorado, orientación de la educación técnica y universitaria de acuerdo a las necesidades empresariales, certificación de la calidad de la educación terciaria, provisión de la información relativa a la inserción laboral de egresados por centro educativo superior y por carrera, y fortalecimiento de los vínculos de cooperación entre las universidades y el sector privado.

- c. Ejecución efectiva y expansión de los procesos de concesión privada y APP para la provisión de infraestructura y reducción de los costos de servicios logísticos. Entre otros, las medidas pueden incluir: la estandarización de documentos requeridos para APP, implementación de “ventanilla única” para estos procesos, empaquetamiento de proyectos, desarrollo de bancos de proyectos con estudios completos, y perfeccionamiento del marco legal de las APP (e.g. aprobación de metodologías para calcular garantías y culminación del reglamento de nuevas iniciativas privadas y de la metodología definitiva de análisis costo-beneficio).
- d. Expansión del acceso a mercados a través de medidas que faciliten la reducción de barreras no arancelarias y que consoliden la apertura comercial a través de nuevos acuerdos de libre comercio con economías que tengan un significativo potencial de comercio bilateral, tales como India y Rusia.

En complemento a la mejora transversal del clima de negocios, la implementación de políticas productivas eficientes y eficaces debiera considerar principios institucionales tales como:

- Facilitación de servicios para la exportación para actividades con potenciales encadenamientos productivos significativos, mediante la introducción de mecanismos de mercado que incorporen incentivos para la formación de *clusters*, la cooperación empresarial y la transferencia de información inter e intra sectorial.
- Continuos y activos canales de interacción entre los gremios empresariales con la agencia de competitividad para facilitar la reducción de las trabas burocráticas para hacer negocios y la inversión privada en “bienes club”.
- Producción y difusión activa de información pública relativa a las estrategias implementadas por los casos de éxito, de los requerimientos de trámites para la exportación, así como de las oportunidades de inversión en nuevos productos, nuevas actividades y nuevos mercados de destino.
- Promoción y difusión intensa en el exterior de los productos de exportación peruanos (e.g. rol de oficinas comerciales en el mundo).



FUENTE: BCRP.

Breve reseña del mercado del PETRÓLEO

CÉSAR CARRERA* Y JESÚS FERREYRA**

El petróleo es un bien comercializado internacionalmente que se caracteriza por la alta volatilidad de su cotización. Aquí se identifican los principales factores que han afectado su precio desde los años noventa.

* Especialista en Investigación Económica del BCRP y profesor de la Universidad del Pacífico

cesar.carrera@bcrp.gob.pe / ca.carreray@up.edu.pe

** Especialista en Economía Mundial del BCRP

jesus.ferreyra@bcrp.gob.pe

Como en cualquier producto, las condiciones de demanda y oferta determinan la evolución del precio del petróleo. Durante la década de los noventa, dicha cotización en el mercado mundial se caracterizó por ser relativamente estable en comparación a otros periodos (ver Gráfico 1).

Los principales países productores de petróleo están agrupados en la OPEP¹. Según la Agencia de Administración de Energía de Estados Unidos (EIA, por sus siglas en inglés), estos países representaron alrededor del 41 por ciento de la oferta de combustibles líquidos en 2012. En el Reporte de Perspectivas Mundiales de Petróleo de 2012 publicado por la OPEP, se proyecta que el cartel mantendrá su participación en la producción mundial de crudo en los siguientes veinte años.

De otro lado, entre los países productores que no forman parte de la OPEP destacan Estados Unidos, Canadá, Rusia, México, China y Noruega (ver Gráfico 2).

RESEÑA HISTÓRICA

A. LA COTIZACIÓN EN LOS 90S

La década del 90 se inició con una fuerte alza del precio del petróleo, impulsada por la invasión Iraq a Kuwait en agosto de 1990. Ello motivó la primera guerra del Golfo Pérsico entre una fuerza de coalición autorizada por las Naciones Unidas, compuesta por 34 países, y liderada por Estados Unidos contra Iraq. Como consecuencia de este conflicto bélico, la cotización del petróleo aumentó a un máximo de US\$ 61 por barril en octubre de 1990.

Acabada la guerra, a fines de febrero de 1991, los precios del crudo iniciaron un periodo de reducción que llevó a alcanzar su menor nivel desde 1973. La caída de los precios no pudo ser controlada por la OPEP. Según explican Willians (2011) y Hyndman (2008) hubo problemas de disciplina entre los países miembros de la OPEP; así como errores de sincronización en el cambio de la cuota.

A partir de 1995, las cotizaciones del petróleo crudo comenzaron a recuperarse por las condiciones favorables de la demanda global. En este periodo, se registró un fuerte incremento en el consumo de petróleo por el mayor crecimiento económico de la región Asia – Pacífico y de Estados Unidos (ver Willians, 2011).

Entre 1997 y 1998, los precios comenzaron a caer nuevamente debido a que la OPEP subestimó la cri-

sis asiática. En diciembre de 1997, la OPEP incrementó su cuota en 2,5 millones de barriles diarios (mbd) hasta un nivel de 27,5 mbd que fue efectivo desde el 1 de enero de 1998². La mayor producción se dio en un contexto en el que las tasas de crecimiento de las economías asiáticas se empezaron a desacelerar e incluso algunos países ya experimentaban recesiones (ver Barro, 2001). En este contexto, la sobreoferta de crudo produjo una reducción de la cotización.

Los precios comenzaron a recuperarse a partir de 1999, una vez superada la crisis asiática. La OPEP tuvo que realizar varios recortes sucesivos de producción para lograr este incremento. Entre abril de 1998 y abril de 2000, la OPEP redujo su producción en cuatro ocasiones hasta un nivel de 21,1 mbd. Este recorte fue suficiente para elevar el precio sobre los US\$ 25 por barril.

B. LA COTIZACIÓN DEL PETRÓLEO A PARTIR DE 2000

Entre 2000 y 2001, las cotizaciones del petróleo crudo cayeron afectadas por la recesión de los Estados Unidos. Según el National Bureau of Economic Research (NBER), la economía de Estados Unidos estuvo en recesión entre marzo y noviembre de 2001. El precio también se redujo por el incremento en la producción de los países no miembros de la OPEP³.

Hacia finales de 2001, el precio del crudo empezó a revertir la caída, debido a una serie de choques, entre los principales: (i) los ataques terroristas en Estados Unidos (11 de setiembre de 2001) y (ii) el recorte de la producción de la OPEP en cuatro ocasiones entre febrero de 2001 y enero de 2002, pasando de un nivel de 26,7 mbd a 21,7 mbd. Las alzas en el precio continuaron hasta 2002, como consecuencia de los recortes unilaterales en la producción de Rusia.

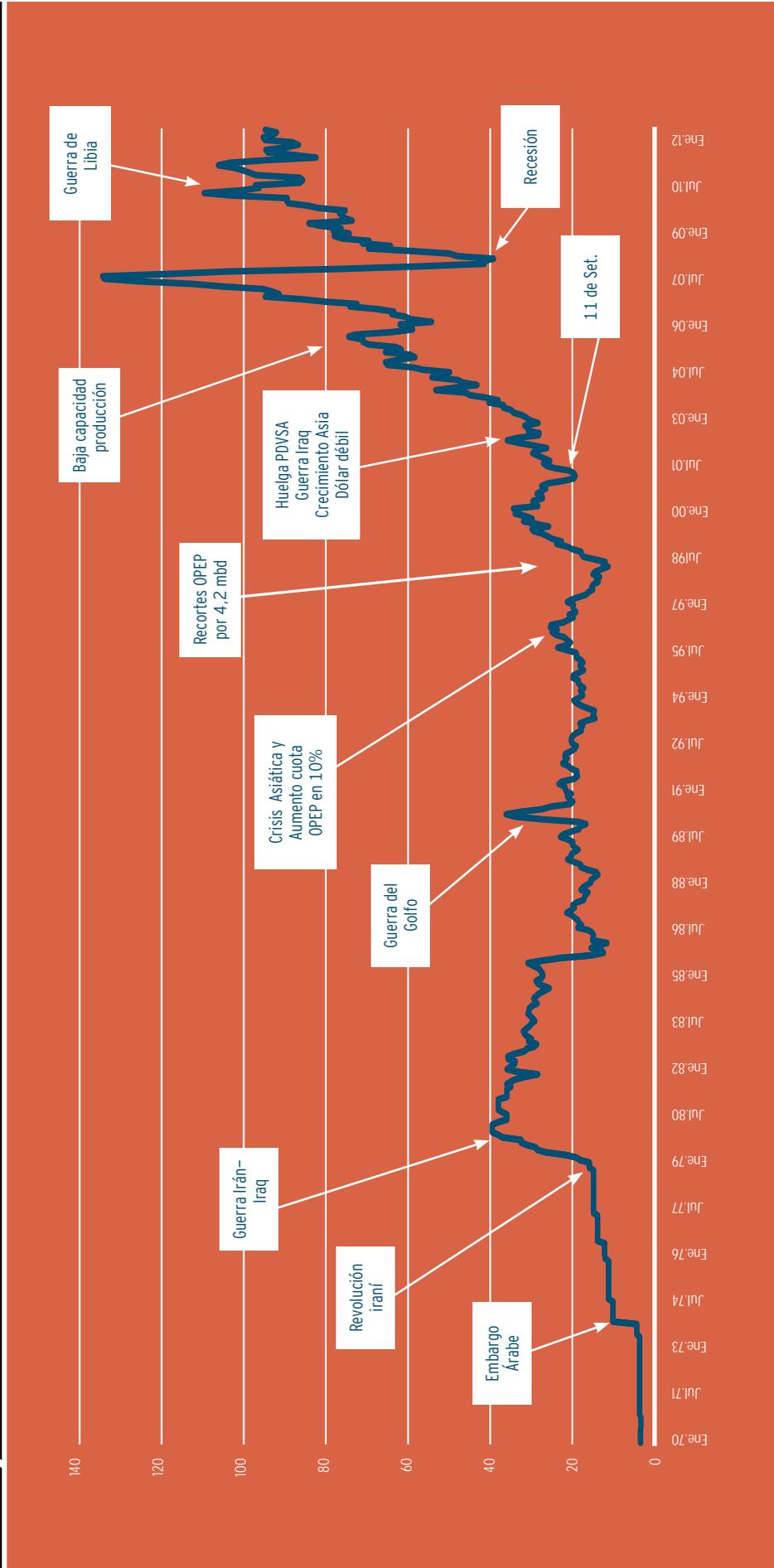
Desde inicios del 2003, la cotización del petróleo registró un comportamiento persistente al alza, con lo que se alcanzó un nuevo récord histórico en 2008. Según Krichene (2008), este comportamiento se asoció a políticas monetarias excesivamente expansivas durante el periodo 2001-2004, con las tasas de interés reduciéndose a niveles mínimos históricos en Estados Unidos, y el dólar depreciándose. Esta expansión monetaria impulsó el crecimiento económico mundial y condujo a una mayor demanda mundial de petróleo. En este contexto, la menor reacción de la oferta condujo a un exceso de deman-

¹ Según su página web http://www.opec.org/opec_web/en/, la OPEP es un cartel de países productores del petróleo que tiene como misión coordinar y unificar sus políticas de producción. Está compuesto por 12 países: Irán, Iraq, Kuwait, Arabia Saudita, Venezuela, Qatar, Libia, Emiratos Árabes Unidos, Argelia, Nigeria, Ecuador y Angola.

² Según estadística de la OPEP publicada en: http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/data_graphs/ProductionLevels.pdf

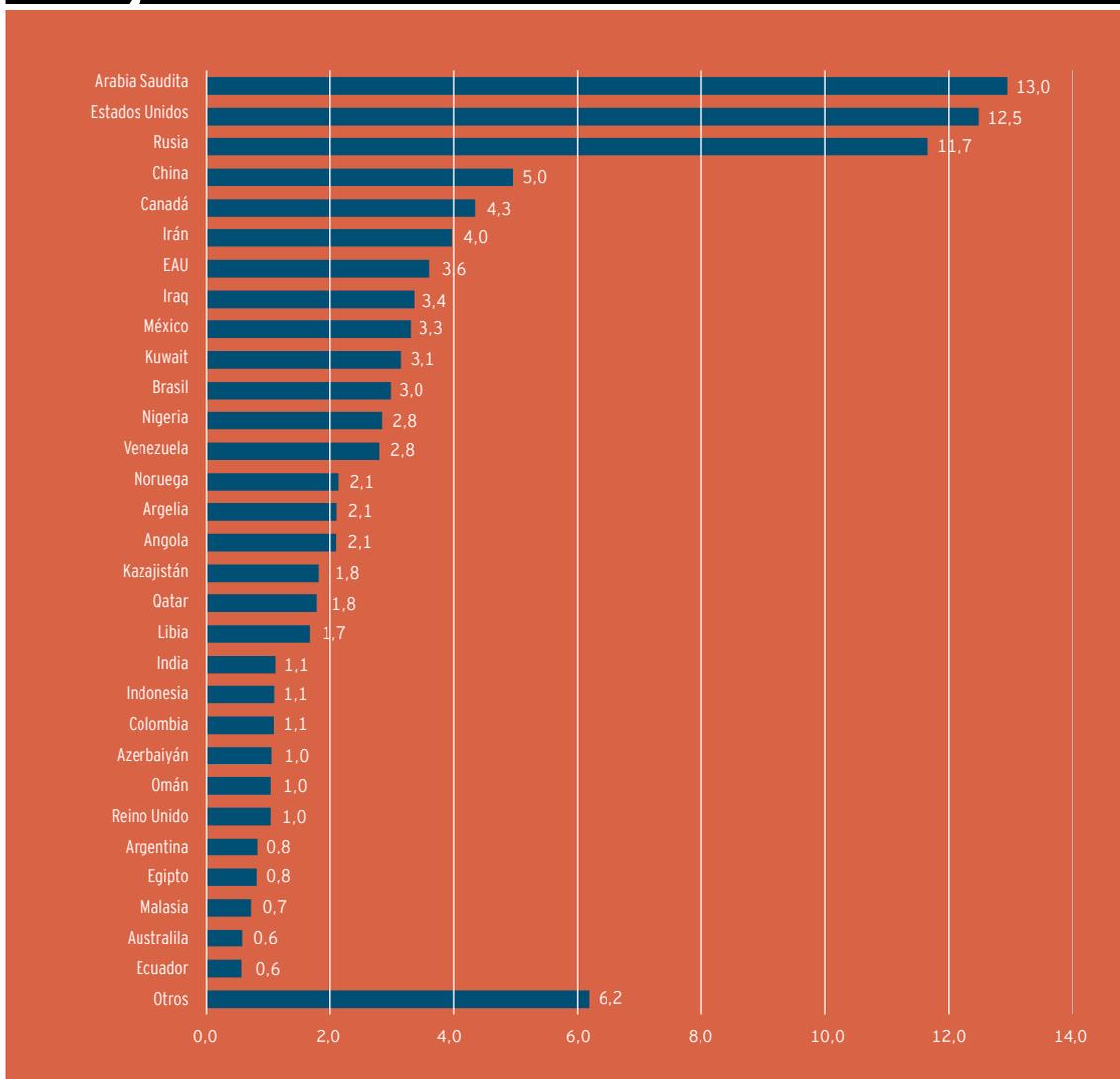
³ La recuperación de la producción de Rusia explicó la mayor parte del incremento de la producción de los países no miembros de la OPEP. De acuerdo con el EIA, durante este periodo, Rusia estuvo recuperándose del desplome que significó la desaparición de la Unión Soviética.

GRÁFICO 1 Cotización Nominal del Petróleo WTI*
(En US dólares por barril)



* LAS COTIZACIONES MÁS IMPORTANTES DE PETRÓLEO EN EL MUNDO SON EL WTI (WEST TEXAS INTERMEDIATE) Y EL BRENT. DICHAS COTIZACIONES REPRESENTAN LOS PRECIOS DE REFERENCIA EN ESTADOS UNIDOS Y EUROPA, RESPECTIVAMENTE. EL WTI ES UN PETRÓLEO LIVIANO CON POCO AZUFRE, IDEAL PARA LA PRODUCCIÓN DE GASOLINAS QUE SE COTIZA EN LA BOLSA DE NUEVA YORK, EN TANTO QUE EL BRENT ES UN PETRÓLEO CRUDO LIVIANO QUE SE EXTRAE DEL MAR DEL NORTE.
 NOTAS: 1. PRINCIPALES REFERENCIAS HISTÓRICAS QUE AFECTARON LA EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN NOMINAL DEL PETRÓLEO WTI ENTRE ENERO DE 1970 Y MAYO DE 2013.
 2. EN MILLONES DE BARRILES DIARIOS (MBD).
 3. PETRÓLEOS DE VENEZUELA (PDVSA).
 FUENTE: BLOOMBERG.

GRÁFICO 2 ■ Participación por países en la producción de petróleo (En %, 2012)



NOTAS: 1. EN MILLONES DE BARRILES DIARIOS (MBD).

2. PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO INCLUYE PRODUCCIÓN DE CRUDO (PETRÓLEO CRUDO ES EL QUE NO HA PASADO POR NINGÚN PROCESO DE REFINACIÓN), NGPL (NATURAL GAS PIPELINE, REFERENTE AL GAS NATURAL TRASPORTADO) Y OTROS LÍQUIDOS; ASÍ COMO LA GANANCIA POR PROCESAMIENTO DE LAS REFINERÍAS (LA CANTIDAD EN LA CUAL EL VOLUMEN TOTAL DE LOS PRODUCTOS REFINADOS ES MAYOR AL VOLUMEN DE CRUDO Y OTROS INSUMOS INCLUIDOS).

FUENTE: ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION (EIA).

da que se tradujo en la mayor inflación en el mercado del petróleo.

Willians (2011) argumenta que el incremento en la demanda global de petróleo se dio en un contexto de sucesivos choques de oferta, entre los que se cuentan:

- La paralización de la producción de petróleo de Venezuela debido a una huelga en PDVSA (Petróleos de Venezuela S.A.) a inicios de 2003⁴.
- Inicio de la segunda Guerra del Golfo (19 de marzo de 2003).

- Los huracanes de 2005 que afectaron las zonas productoras del Golfo de México y obligaron a paralizar las operaciones.
- Los inventarios de Estados Unidos alcanzaron su menor nivel en 20 años.
- Bajos niveles de inventarios en otros países de la OECD.

Gran parte de este incremento en el precio fue de carácter especulativo. De acuerdo a Barclay's Capital Commodity Research, los portafolios de *commodities* aumentaron de US\$ 70 mil millones a inicios de 2005 a US\$ 270 mil millones en el segundo trimestre

⁴ De acuerdo a estadísticas de la EIA, hasta la fecha, Venezuela no ha sido capaz de restablecer los niveles de producción previos a esa huelga.

de 2008. La especulación en los mercados se incrementó cuando la capacidad ociosa cayó por debajo de un mbd, lo que condujo a que el precio del petróleo alcance una cotización récord de US\$ 145 por barril el 3 de julio de 2008⁵.

A partir de 2009, el precio del petróleo comenzó a recuperarse rápidamente debido al fuerte crecimiento de la demanda de petróleo de Asia y a la política monetaria de Estados Unidos (flexibilización cuantitativa) y en otras partes del mundo. Al mismo tiempo, continuó el declive de la producción en las plataformas del Mar del Norte. Durante 2011, los precios aumentaron como consecuencia de los disturbios en Libia que condujeron a la paralización de la producción afectada por la guerra civil y los temores de interrupciones adicionales por los disturbios en otros países del Medio Oriente y el norte de África. Según la EIA, la producción de Argelia, Angola, Libia y Nigeria se estancaría por lo menos hasta el 2018⁶.

De acuerdo con Helbling (2013), las elevadas cotizaciones del petróleo y el avance de la tecnología produjeron una nueva estructura del mercado de petróleo y gas en Estados Unidos. Ello llevó a un incremento en la producción que es resultado de la extracción no convencional de petróleo, denominado petróleo esquisto.⁷ Recientemente, el incremento de la producción de Canadá con su crudo pesado y de Estados Unidos con su petróleo esquisto de Bakken en Dakota del Norte ha mantenido el mercado bien abastecido.⁸ Según datos del EIA, esto ocasionó un incremento en los inventarios a niveles máximos históricos.

COYUNTURA ACTUAL

Durante el presente año, los precios promedio mensuales del petróleo WTI se mantuvieron en un rango entre US\$ 90 y US\$ 96 por barril. Sin embargo, en julio la cotización superó los US\$ 100 por barril por primera vez desde abril de 2012. Esta alza se sustentó en los mayores riesgos geopolíticos percibidos, en especial los disturbios en Egipto.⁹ También continúan latentes las tensiones en otros países productores:

- Iraq: paralizaciones en el oleoducto de Kirkuk debido a ataques de insurgentes.

- Siria: guerra civil y temores por una acción militar internacional por el uso de armas químicas.
- Libia: huelguistas cerraron puertos para detener exportaciones.
- Nigeria: robos de petróleo a las empresas exportadoras.

Además, los operadores del mercado fueron sorprendidos por la fuerte caída en los inventarios de petróleo en los países de la OECD. Ello fue parcialmente compensado por las proyecciones de la EIA y de la OPEP, que pronosticaron un mercado bien abastecido en 2014 debido a un importante incremento en la producción de crudo de Estados Unidos.

A MODO DE CONCLUSIÓN

El precio del petróleo WTI ha registrado un comportamiento bastante volátil durante las últimas décadas. La cotización promedio mensual ha pasado de mínimos de US\$ 11,3 por barril en diciembre de 1998 a máximos de US\$ 134,3 por barril en julio de 2008. Dicha cotización se ubica en US\$ 95,8 por barril en junio de 2013. Esta elevada volatilidad constituye un desafío para la toma de decisiones de los encargados de elaborar las políticas macroeconómicas.

La volatilidad en las condiciones de demanda y oferta juegan un rol crucial en la determinación de la cotización del petróleo crudo. En este trabajo se documenta los principales episodios.

REFERENCIAS

- Barro, R., 2001, "Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis", NBER Working Paper No. 8330, junio.
- Helbling, T., 2013, "On the Rise. Finance & Development", marzo.
- Hyndman, K., 2008, "Disagreement in Bargaining: An Empirical Analysis of OPEC", International Journal of Industrial Organization, Volume 26, Issue 3, 811-828, mayo.
- Krichene, N., 2008, "Crude Oil Prices: Trends and Forecast", IMF Working Paper WP/08/133, mayo.
- Thomas, A., Mühleisen, M., y Pant, M., 2010, "Peaks, Spikes, and Barrels: Modeling Sharp Movements in Oil Prices", IMF Working Paper WP/10/186, agosto.
- Williams, A., James L., 2011, "Oil Price History and Analysis", Blog de WTRG Economics: <http://www.wtrg.com/prices.htm>

⁵ Según Thomas y otros (2010), el consumo de petróleo en esos años fue de aproximadamente 80 mbd. A ello se suma que se tenía sólo 1 mbd de capacidad ociosa para cubrir cualquier contingencia. Además, los inventarios de crudo de Estados Unidos se redujeron a su menor nivel en 20 años y la FED implementó una nueva flexibilización monetaria entre agosto de 2007 y marzo de 2008. Todo ello ocasionó una nueva espiral inflacionaria en el precio del petróleo.

⁶ Ver artículo del Financial Times: "The delayed oil impact of the Arab spring" del 28 de mayo de 2013.

⁷ El petróleo esquisto (*shale oil*) es de extracción no convencional y consiste en extraer material orgánico (llamado querógeno) de la roca sedimentaria compacta, para producir petróleo a través de la destilación.

⁸ Ver artículo del Financial Times: "US eyes improvement in oil production" del 14 de junio de 2013.

⁹ Riesgo que se interrumpa el suministro de petróleo a través del canal de Suez, por la inestabilidad política en Egipto.

Propuesta de un indicador de ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

JORGE VEGA*

Un índice de estabilidad macroeconómica que permita ordenar los países latinoamericanos según el grado de estabilidad macroeconómica logrado, permitirá cubrir el vacío de este tipo de análisis en la literatura económica.

* Consejero del Director Ejecutivo por Colombia y Perú en el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Según Fischer (1992), “no existe una sola definición cuantitativa simple de buenas políticas macroeconómicas o un marco macroeconómico estable. Conceptualmente, el marco macroeconómico puede ser descrito como estable cuando la inflación es baja y predecible, las tasas de interés reales son apropiadas, la política fiscal es estable y sostenible, la tasa de cambio real es competitiva y predecible, y la situación de la balanza de pagos es percibida como viable”. Asimismo, según Ocampo (2005), “El concepto de estabilidad macroeconómica ha tenido considerables cambios en el discurso económico en las últimas décadas. Durante los años de la post guerra, dominada por el pensamiento keynesiano, estabilidad macroeconómica básicamente significaba una mezcla de balance externo e interno, lo cual a su vez implicaba, en el segundo caso, pleno empleo y crecimiento económico estable, acompañado de baja inflación. Con el transcurso del tiempo, el balance fiscal y la estabilidad de precios se movieron al centro del escenario, sustituyendo al énfasis keynesiano en la actividad económica real”.

Es evidente que para conocer la situación de estabilidad (o inestabilidad) de una economía se precisa identificar y cuantificar las variables claves que la definen. Pero, antes de entrar a profundizar en esta definición, es pertinente tratar de aclarar los términos que se suelen utilizar alrededor del tema. Así por ejemplo, la estabilidad macroeconómica suele ser sinónimo de salud, solidez o fortaleza de una economía, al mismo tiempo que la inestabilidad se suele identificar con debilidad, descontrol, volatilidad o incertidumbre. En la literatura económica se acostumbra utilizar indistintamente varios de estos términos. Pero existe también otro concepto, el de sostenibilidad macroeconómica, que es especialmente utilizado por algunos organismos internacionales como por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Este último término tendría un carácter más prospectivo que el de estabilidad, en el sentido que trata de identificar los riesgos futuros de la situación macroeconómica de un país. Sin embargo, no llega a diferenciarse plenamente del concepto básico de estabilidad. Para efectos de este artículo, asumiremos que ambos términos – estabilidad y sostenibilidad – pueden llegar a ser compatibles entre sí.

APROXIMACIONES INSTITUCIONALES DE LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Sin duda, el FMI es la institución multilateral que elabora los más conocidos análisis y propuestas de estabilidad macroeconómica. Según

sus normas vigentes, su objetivo primordial es el de “fomentar de modo constante las condiciones fundamentales y ordenadas necesarias para la estabilidad económica y financiera” y asimismo, “proveer asesoría y financiamiento a sus miembros en dificultades... y ayudarlos a alcanzar la estabilidad macroeconómica”. Para estos fines, el Convenio Constitutivo del FMI de 1944 le faculta, a través de su Artículo IV, a realizar visitas periódicas a los países miembros, en las que se examina o supervisa la situación macroeconómica de los mismos. Dichos exámenes se ejecutan siguiendo los criterios contenidos en la “Guía de Supervisión Bilateral” (FMI, 2012), en la cual se indica que “el principio organizacional para la supervisión es la estabilidad” y que los reportes que hacen los funcionarios del FMI para cada país deben incluir “una evaluación de la forma en que las políticas cambiarias, fiscales, monetarias financieras y estructurales; así como sus interacciones, influyen la estabilidad doméstica y externa, presente o prospectiva”. Estos análisis, como también otros relevantes del FMI, tales como las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda de los países (FMI, 2002), los programas de evaluación del sector financiero (ejecutados en conjunto con el Banco Mundial) o los ejercicios de alerta temprana, se basan en una amplia gama de indicadores económicos y financieros, que se presentan resumidamente en la primera columna del Cuadro 1.

Otra institución que recientemente ha intensificado el análisis macroeconómico de los países es el BID. Desde el año 2011, esta institución prepara anualmente las llamadas Evaluaciones de Sostenibilidad Macroeconómica (MSA o Macroeconomic Sustainability Assessment) para sus 26 países prestatarios. Puesto que, según sus propios estatutos, el BID no es una institución especializada en temas macroeconómicos, sino en otorgar créditos de inversión para el desarrollo, dichos análisis se realizan principalmente sobre la base de una guía de indicadores (Cuadro 1, segunda columna) similar a la del FMI, y se divide en cuatro aspectos: sostenibilidad fiscal, sostenibilidad externa, sostenibilidad del sector financiero y estabilidad de precios. Los resultados de las evaluaciones de ambas instituciones tienen metas diferentes. Mientras que los exámenes del FMI tienen como objetivo modificar políticas de mediano plazo, los del BID - aunque pensados para enfrentar situaciones de riesgo crediticio - en la práctica se utilizan para penalizar a los países cuyas políticas macroeconómicas se consideren como insostenibles. Aquellos países que no pasen la prueba de sostenibilidad en cualquiera de los cuatro aspectos mencionados, tendrán limitaciones en el volumen de préstamos recibidos del BID.

CUADRO 1 Principales Indicadores de Estabilidad Macroeconómica

Fondo Monetario Internacional	Banco Interamericano de Desarrollo	Unión Europea (Eurozona)	Foro Económico Mundial
<p>1. Estabilidad fiscal</p> <ul style="list-style-type: none"> * Saldo SPNF/PBI * Ingresos tributarios/PBI * Gasto público/PBI * Balance estructural/PBI * Impulso fiscal/PBI * Superávit fiscal necesario para estabilizar el nivel de deuda externa/PBI * Proyecciones de deuda pública/PBI <p>2. Estabilidad externa</p> <ul style="list-style-type: none"> * Balanza comercial/PIB * Saldo cuenta corriente/PBI * Saldo cuenta financiera/PBI * Flujos de portafolio * Flujos de capital de corto plazo * Tasa de cambio real * Inflación de bienes transables y no transables * Posición internacional de Inversión <p>3. Estabilidad financiera</p> <ul style="list-style-type: none"> * Crecimiento del crédito interno * Riesgo país * Indicadores de solidez financiera * Rentabilidad del sistema bancario * Liquidez del sistema bancario <p>4. Evaluación de riesgos</p> <ul style="list-style-type: none"> * Matriz de evaluación de riesgos * Riesgos alrededor del escenario de línea de base e implicaciones de política * Exploración de eventos de baja probabilidad con implicaciones negativas serias 	<p>1. Sostenibilidad fiscal</p> <ul style="list-style-type: none"> * Saldo SPNF/PBI * Ingresos tributarios/PBI * Gasto público/PBI * Resultado estructural/PBI * Necesidades de financiamiento SPNF/PBI * Deuda pública/PBI * Superávit fiscal necesario para estabilizar el nivel de deuda pública/PBI * Proyecciones de deuda pública/PBI <p>2. Sostenibilidad externa</p> <ul style="list-style-type: none"> * Términos de intercambio * Tasa de cambio real * Balanza comercial/PIB * Saldo cuenta corriente/PBI * Reservas internacionales netas (RIN) * RIN/ importaciones * RIN/M2 * Índice de liquidez internacional <p>3. Sostenibilidad financiera</p> <ul style="list-style-type: none"> * Depósitos totales/PIB * Cartera de créditos/PIB * Crecimiento de créditos al sector privado * Créditos vencidos/cartera total * Coeficiente de liquidez del sistema financiero * Nivel de adecuación del capital * Rentabilidad del sistema bancario: ROA, ROE <p>4. Estabilidad de precios</p> <ul style="list-style-type: none"> * Crecimiento real de M2 * Tasa de inflación * Inflación subyacente * Tasas de interés de referencia * Tasas de encaje * Expectativas de inflación 	<p>1. Déficit fiscal/PBI Máximo: 3%</p> <p>2. Deuda pública/PBI Máximo: 60%</p> <p>3. Tasa de inflación No mayor de 1,5 puntos porcentuales del promedio de los tres países de la zona con menor inflación (equivale a una inflación anual máxima de 2,5% a marzo de 2013)</p> <p>4. Tasa de cambio Devaluación no mayor de 15% en dos años consecutivos antes de incorporarse a la zona</p> <p>5. Tasa de interés de largo plazo No mayor de 2 puntos porcentuales respecto al promedio de los tres países con menor inflación de la zona (equivale a una tasa de interés máxima de 4,81% a marzo de 2013)</p>	<p>1. Déficit fiscal/PBI</p> <p>2. Ahorro nacional bruto/PBI</p> <p>3. Tasa de inflación</p> <p>4. Deuda pública/PBI</p> <p>5. Calificación crediticia del país</p>

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA SOBRE LA BASE DE PUBLICACIONES OFICIALES DE ESTAS INSTITUCIONES.

Otras instituciones que realizan análisis de estabilidad macroeconómica son la Unión Europea y el Foro Económico Mundial (WEF o World Economic Forum). La primera ha establecido criterios económicos y financieros para decidir el ingreso y la permanencia de los países en la Eurozona. Tales criterios forman parte del Pacto de Estabilidad y Crecimiento plasmado en el Tratado de Maastricht de 1992 (Cuadro 1, tercera columna). Estos criterios, también llamados de Convergencia Macroeconómica, son metas objetivas o umbrales que deben de alcanzar los países de la Eurozona, los mismos que, de no lograrlos, son sujetos de sanciones. De los cinco criterios presentados, en la práctica los más relevantes - y que dan lugar a medidas correctivas - son los dos primeros de esta lista, según los cuales los respectivos gobiernos se comprometen a tener un déficit fiscal no mayor del 3% del PBI y una deuda pública menor al 60% del PBI.

En cuanto a los análisis macroeconómicos realizados por el WEF, éstos forman parte del Reporte Global de Competitividad, el cual contiene una sección que trata de medir comparativamente la situación macroeconómica de 144 países. El WEF (2012) presenta un *ranking* de “estabilidad del ambiente macroeconómico”, basado en cinco criterios que se muestran en la última columna del Cuadro 1. Según dicha medición, entre los países de América Latina, los de mejor ambiente macroeconómico serían Chile, Perú y Colombia, mientras que los que se ubican al final de este *ranking* regional son Venezuela, El Salvador, Nicaragua y Argentina.

PROPUESTA DE UN RANKING DE ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Aparte del *ranking* comentado en la sección anterior, no conocemos de otras mediciones comparativas similares. Ni el FMI ni el BID realizan comparaciones del grado de estabilidad macroeconómica entre países, aunque este último organismo, en su respectiva Evaluación de Sostenibilidad Macroeconómica anual, puede señalar explícitamente, qué país o países no son sostenibles macroeconómicamente. Con el fin de ofrecer otra visión comparativa de la situación macroeconómica de los países de América Latina, en el presente trabajo elaboramos un *ranking* de estabilidad macroeconómica para los mismos.

Con este propósito, utilizamos como base los principales indicadores que emplean tanto el BID como el FMI en sus respectivas evaluaciones de estabilidad y sostenibilidad macroeconómica. Cada una de estas instituciones analiza aproximadamente 40 indicadores para preparar las evaluaciones de un país. Aquí nos limitamos

al análisis de un número más pequeño de indicadores, y se pone énfasis en los aspectos de estabilidad fiscal, estabilidad externa, estabilidad financiera y estabilidad de precios. Para el primer aspecto se eligió el déficit primario fiscal en relación al PBI, y la deuda total del sector público respecto al PBI; mientras que para el segundo criterio, se escogió el balance en cuenta corriente en relación al PBI y las reservas internacionales netas respecto a las importaciones mensuales. En cuanto a la estabilidad financiera, no se han conseguido indicadores comparables para todos los países, razón por la cual, aunque sean subjetivos o basados en opiniones, hemos optado por utilizar los que se presentan en el Reporte Global de Competitividad para medir la solidez del sistema bancario en cada país. Todos estos indicadores, además de la tasa de inflación anual, corresponden al año 2012.

Cabe mencionar que estas variables están relacionadas entre sí. Por ejemplo, déficits fiscales persistentes deben financiarse con incrementos de deuda pública o emisión monetaria. En el primer caso, si la deuda pública creciera a mayor velocidad que la capacidad de servirla, el país podría estar cerca de una situación de crisis de deuda. Asimismo, una creciente emisión monetaria puede generar inflación, reducción real de los ingresos tributarios, déficits en las principales cuentas de la balanza de pagos, pérdida de reservas internacionales, y eventualmente, una fuerte devaluación. También existen importantes interrelaciones entre la estabilidad del sistema financiero y la estabilidad de la deuda pública y la deuda externa. En la medida en que el gobierno actúe como el garante de último recurso, la toma de riesgos excesivos por parte de los bancos puede debilitar la estabilidad fiscal y monetaria cuando el gobierno acuda al rescate de aquellos. Por otro lado, un stock elevado de deuda pública puede ocasionar inestabilidad financiera.

Aun cuando estas clases de interrelaciones se pueden anticipar en teoría, en la práctica son difícil de modelar y plantear, en especial debido al poco avance de la ciencia económica en el análisis de los efectos de la vulnerabilidad del sector financiero en el resto de la actividad económica (Blanchard, 2013).

Como un aporte inicial al análisis comparativo de la estabilidad macroeconómica en la región, hemos elaborado un *ranking* basado en el promedio simple de las seis variables mencionadas anteriormente. Los resultados se presentan en el Cuadro 2, en el cual se observa que Chile y Perú comparten el primer lugar, seguidos por Colombia y Bolivia, mientras que Venezuela, Nicaragua y Honduras, se ubican en la zaga.

CUADRO 1 ■ Ranking de estabilidad macroeconómica en América Latina

Ubicación	País
1	Chile
1	Perú
3	Colombia
4	Bolivia
5	Paraguay
6	Brasil
7	Guatemala
8	México
9	Ecuador
10	Costa Rica
10	Uruguay
12	Argentina
12	El Salvador
12	Panamá
15	Honduras
16	Nicaragua
17	Venezuela

CONCLUSIONES Y LIMITACIONES

De modo preliminar, los resultados reflejarían adecuadamente la situación macroeconómica relativa de los países de la región. Dada la limitación de los marcos de referencia para hacer este tipo de comparaciones, contrastamos este resultado con el del WEF (2012), que utiliza algunos indicadores distintos. Comparando ambos resultados, se aprecia que hay bastante afinidad entre ellos, y que, especialmente en los extremos, no hay grandes discrepancias en la ubicación respectiva de los países, lo que tal vez se puede interpretar en el sentido que siempre que los indicadores sean homogéneos para todos los países y representen los hechos macroeconómicos más relevantes, los distintos *rankings* que se hagan serían consistentes entre ellos.

Sin embargo, existe bastante espacio para perfeccionar este tipo de análisis. Por ejemplo, cabría utilizar variables más objetivas para medir la solidez de los sistemas bancarios y financieros de los países. Asimismo, aun cuando hemos tratado de utilizar indicadores homogéneos o comparables para todos los países, basándonos especialmente en las bases estadísticas de organismos especializados en la elaboración de estas cifras, aún subsisten casos de falta de uniformidad en algunos datos. Este sería el caso por ejemplo de las cifras de déficit fiscales, las cuales en la mayo-

ría de casos sólo incluyen a los gobiernos centrales, pero que, en algunos casos, también pueden abarcar a algunas instituciones descentralizadas.

Por otro lado, también es posible y deseable buscar o construir otros indicadores más elaborados, como por ejemplo los índices de liquidez internacional o los que miden el superávit fiscal necesario para estabilizar el nivel relativo de la deuda pública. Por último, también queda por ver si, utilizando indicadores diferentes a los aquí empleados, obtendríamos *rankings* muy diferentes a éste.

REFERENCIAS

- Banco Interamericano de Desarrollo (2013). Macroeconomic Sustainability Assessment. Background Paper, marzo.
- Blanchard, O. (2013). "Rethinking Macroeconomic Policy". <http://blog-imfdirect.imf.org>.
- Fischer, Stanley (1992). "Macroeconomic Stability and Growth". Cuadernos de Economía. No. 87, agosto.
- Fondo Monetario Internacional (2013). Regional Economic Outlook. Mayo.
- Fondo Monetario Internacional (2012). Bilateral Surveillance Guidance Note. Junio.
- Fondo Monetario Internacional (Mayo). Assessing Sustainability. Mayo.
- Ocampo, J. (2005). "A Broad View of Macroeconomic Stability". DESA Working Paper No. 1. Octubre.
- World Economic Forum (2012). The Global Competitiveness Report 2012-2013.

I ndicadores líderes

tarea PENDIENTE

JAIRO FLORES* Y JIMENA MONTOYA**

Para la correcta formulación de políticas macroeconómicas, es necesario contar oportunamente con información acerca de la dirección de la actividad económica presente y futura. Dado que los datos estadísticos pertinentes se publican con un rezago considerable, surge como respuesta la construcción de indicadores adelantados y coincidentes que provean señales confiables del estado y desarrollo de la actividad económica en el corto plazo¹.

¹ Los indicadores coincidentes se definen como aquellas variables que presentan una elevada correlación contemporánea con una variable de interés que sirve de referencia, como el PBI real o la producción manufacturera, para la aproximación de la información actual y aún no disponible (*Nowcasting*). En contraste, los indicadores adelantados son aquellos que mantienen una alta correlación con la variable de referencia en el futuro, por lo que estos son utilizados para predecir su evolución (*Forecasting*). Asimismo, los indicadores coincidentes y adelantados suelen agregarse para construir indicadores líderes compuestos. Ellos sirven a agentes privados y públicos en el análisis de la coyuntura económica.

* Especialista en Economía Mundial
jairo.flores@bcrp.gob.pe

** Especialista Sectorial en Indicadores de Actividad Económica
jimena.montoya@bcrp.gob.pe

Los indicadores líderes compuestos son cada vez más populares porque son capaces de resumir una realidad compleja y multidimensional con antelación a la publicación de los datos oficiales. En otras palabras, estos indicadores hacen posible la inclusión de una amplia información debido a que sintetizan la información de un conjunto de variables económicas. Sin embargo, los indicadores cuando están mal contruidos pueden emitir mensajes erróneos por lo que se debe tener especial cuidado en su elaboración.

PROCEDIMIENTO

Los métodos de construcción de indicadores líderes compuestos son variados: desde una elaboración basada solamente en estadísticas descriptivas hasta un análisis más riguroso que utiliza herramientas econométricas sofisticadas. A pesar de ello, un factor constante en todos estos métodos es su criterio económico, el cual otorga validez a las relaciones entre variables que se consideran. Como consecuencia, los indicadores se han vuelto cruciales para reflejar el estado de la economía y para permitir a los hacedores de política contar con información adelantada para la toma de decisiones.

El primer paso para construir estos indicadores consiste en seleccionar las variables que serían utilizadas en su elaboración. Habitualmente se recopilan series de datos estadísticos para explicar o predecir una serie de referencia como el Producto Bruto Interno (PBI) real o un índice de producción industrial. A partir de estas series se pueden realizar diversas transformaciones como diferencias, logaritmos o descomposiciones, que permiten obtener los componentes cíclico, tendencial y estacional. Con estas series o sus componentes se calculan correlaciones contemporáneas o con adelantos. Las series con alta correlación se toman como potenciales indicadores individuales y pueden evaluarse de forma más extensa según el criterio del investigador. Una manera de realizar este análisis más exhaustivo consiste en comparar sus puntos de inflexión con respecto a los que presenta el ciclo económico.

El siguiente paso es construir el indicador compuesto. Este proceso se puede realizar mediante regresiones u otra forma de ponderar las variables resultantes del ejercicio anterior. El método de determinar los pesos también puede tener consideraciones externas como en función a su importancia económica, la suficiencia estadística de los datos o la concordancia con el ciclo económico, aunque puede prestarse a subjetividades (Mondargin & Saadi-Sedik, 2003).

Finalmente, en la etapa de evaluación, debe considerarse su poder de predicción dentro y fuera de la muestra. Generalmente, los indicadores que fueron contruidos tomando en consideración un periodo prolongado de información resultan más confiables y presentan una mayor eficiencia al momento de predecir. Aparte de ello, los agentes públicos y privados son los que finalmente seleccionan qué indicadores les proveen de información relevante para tomar sus decisiones y así, según sus necesidades, promueven la continuidad de su elaboración.

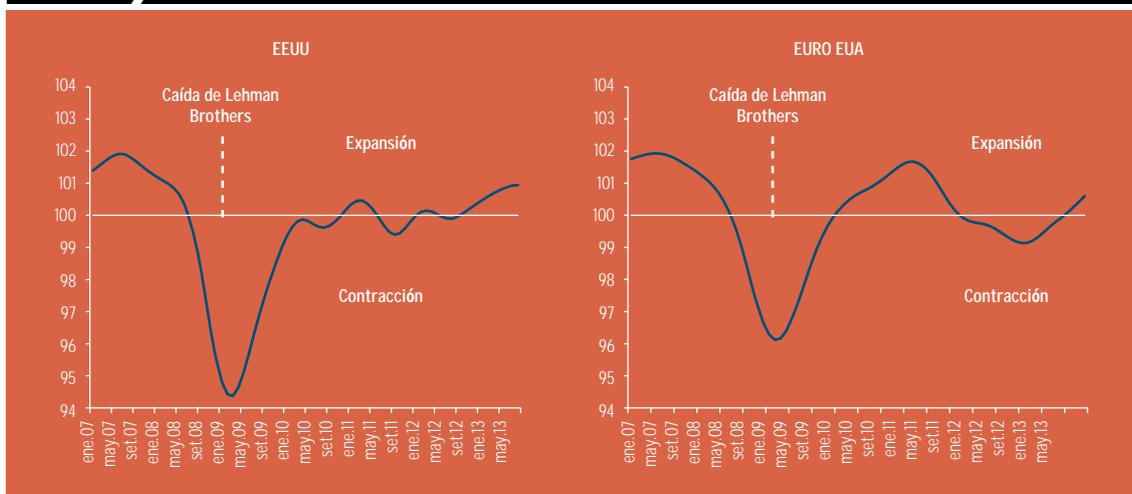
EVIDENCIA INTERNACIONAL

Así como existen varias metodologías en las diversas etapas de la elaboración de un indicador líder, muchas son las instituciones internacionales públicas y privadas que destinan recursos en su construcción y monitoreo. Esto se debe a que dichos indicadores brindan señales de posibles cambios de tendencia de los mercados internacionales.

Por parte de los organismos públicos internacionales podemos mencionar a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) que publica mensualmente el Sistema de Indicadores Líderes Compuestos (SILC), el cual es un conjunto de indicadores líderes compuestos calculados individualmente con similar metodología para 33 países miembros, 6 países no miembros y 8 zonas agregadas. El SILC está diseñado para brindar información cualitativa de los movimientos en el corto plazo de la actividad económica (la serie de referencia es el índice de producción industrial), en particular de los puntos de quiebre (turning points). Así, el mensaje de estos es que un nivel por encima de 100 indica una expansión, mientras que un nivel por debajo de 100 muestra una contracción de la actividad económica. En el Gráfico 1 podemos notar que estos indicadores mostraron un deterioro tanto para EUA como para la Eurozona durante la crisis del 2008 evidenciando la contracción de la actividad económica previo a la publicación de los datos relevantes.

Por el lado de las instituciones privadas de cobertura internacional podemos mencionar a JP Morgan, HSBC, Markit, ISM, entre otros, que manejan diversos indicadores líderes como criterios de anticipación de turnings points en variables macroeconómicas que potencialmente afectan al mercado de activos. Por ejemplo, JP Morgan elabora el PMI Global (Purchasing Managers' Index) de Manufactura y Servicios, el cual es un indicador contemporáneo de la actividad económica elaborado para señalar el estado de variables macroeconómicas agregadas rele-

GRÁFICO 1 ■ Indicadores Líderes Compuestos



FUENTE: OECD.

vantes previo a su publicación oficial (Ver Gráfico 2). Los componentes del PMI son diversas variables tales como la producción, órdenes de compra, nivel de inventarios, nivel de empleo, nivel de precios, etc. cuya información es obtenida mediante encuestas dirigidas a las empresas privadas de mayor importancia en los diversos sectores económicos.

¿Y EN EL PERÚ?

Tal como ha sido señalado previamente, la creación y evaluación de estos indicadores se ha vuelto común para caracterizar el comportamiento económico de países avanzados. No obstante, la realización de este proceso en países en vías de

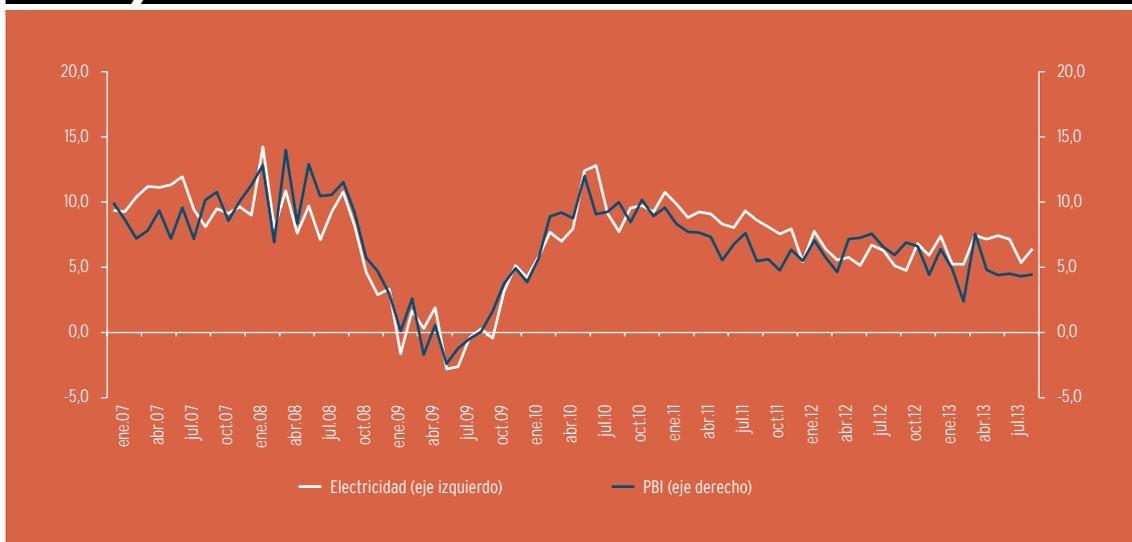
desarrollo puede resultar inadecuada por diversas razones. Los principales limitantes son que los datos estadísticos aún no abarcan periodos significativos o presentan irregularidades y, más importante aún, los ciclos económicos pueden ser vertiginosos y difíciles de capturar, ya que los factores que los explican pueden variar en un corto tiempo. Sin embargo, estos indicadores aún podrían ser de utilidad para aproximarse al estado de la economía actual (Etter & Graff, 2011). Para ilustrar su aplicación en el caso peruano, se realiza un primer análisis de tres potenciales indicadores coincidentes o adelantados del PBI peruano: consumo de electricidad, consumo interno de cemento y el índice de expectativas de la demanda a 3 meses.

GRÁFICO 2 ■ PMI Global (JP Morgan)



FUENTE: JP MORGAN.

GRÁFICO 3 ■ Relación entre consumo de electricidad y PBI
(Variación porcentual respecto al mismo mes del año anterior)



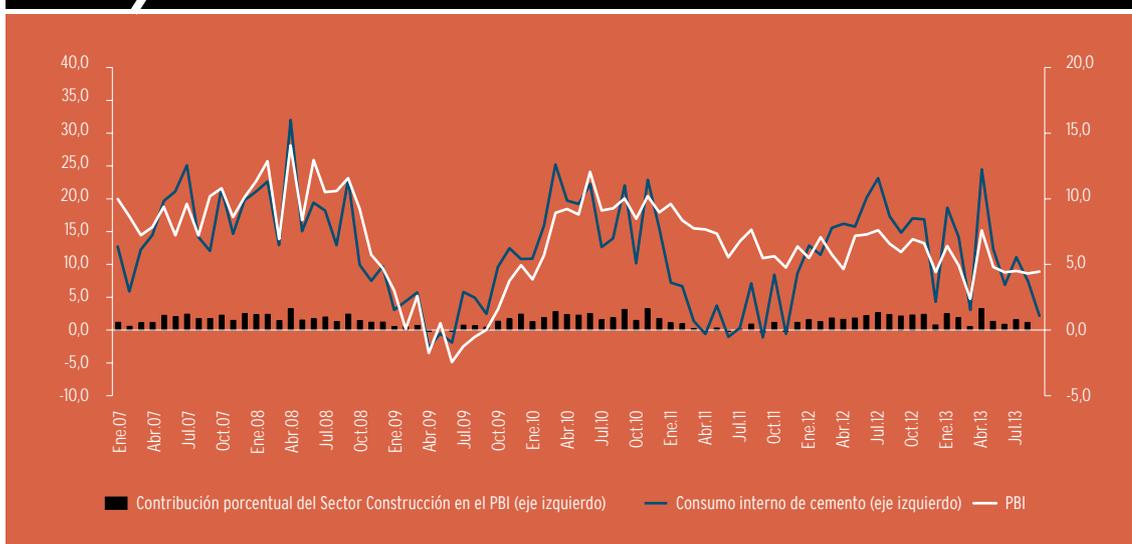
FUENTE: BCRP, COES.

El consumo de electricidad se relaciona contemporáneamente con la actividad económica dado que se utiliza transversalmente en todos los sectores. En el Gráfico 3, se aprecia que esta serie captura los movimientos del PBI en los últimos años, incluso se observa que sus puntos de inflexión coinciden con los ocurridos en el PBI durante el 2009. Por su parte, a diferencia del consumo de electricidad, el consumo interno de cemento podría servir de indicador coincidente, especialmente cuando la economía se ve explicada por el despegue del sector construcción (Ver Gráfico 4). Por ello, para una rigurosa selección

de indicadores, se recomienda tener en cuenta que la importancia de un indicador para explicar el PBI o su peso dentro de un indicador líder compuesto podría variar en el tiempo según la coyuntura. En el Cuadro 1, se ve cómo la correlación contemporánea de ambos indicadores se eleva cuando consideramos un periodo más reciente de análisis.

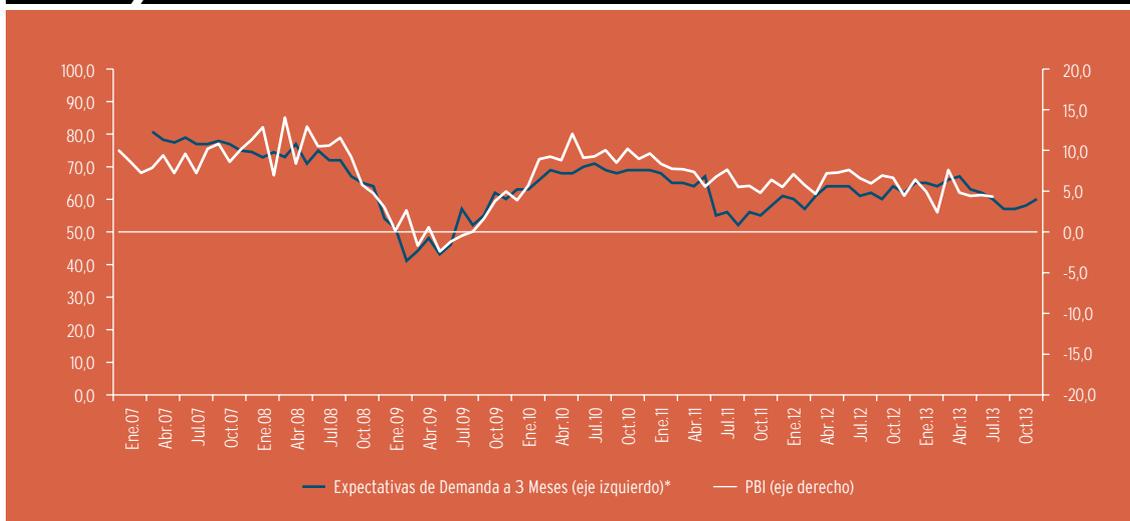
Finalmente, la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP nos proporciona un excelente candidato a indicador adelantado: el índice de expectativas de la demanda a 3 meses (Ver Gráfico 5). En dicho índice, las empresas se-

GRÁFICO 4 ■ Relación entre consumo interno de cemento y PBI
(Variación porcentual respecto al mismo mes del año anterior)



FUENTE: BCRP, INEI.

GRÁFICO 5 ■ Relación entre las expectativas de demanda de sus productos a 3 meses y el PBI (Variación porcentual respecto al mismo mes del año anterior)



* SE ADELANTA LA SERIE DE EXPECTATIVAS DE DEMANDA DE SUS PRODUCTOS A 3 MESES PARA COMPARARLA DE FORMA CONTEMPORÁNEA CON EL PBI.
FUENTE: BCRP.

CUADRO 1 ■ Correlación de los indicadores de actividad económica y el PBI

Indicador	Datos a partir de	Correlación con toda la muestra	Correlación desde el 2007
Consumo de Electricidad	ene-01	0,76	0,87
Consumo Interno de Cemento	ene-02	0,67	0,68
Expectativas de Demanda de sus Productos a 3 Meses	ene-07	0,80	0,80

NOTA: SE CONSIDERA LA CORRELACIÓN CONTEMPORÁNEA ENTRE LA ELECTRICIDAD Y EL PBI, Y DEL CONSUMO INTERNO DE CEMENTO Y PBI. CON RESPECTO A LAS EXPECTATIVAS DE DEMANDA A 3 MESES, SE OBSERVA UNA CORRELACIÓN DE DICHA SERIE CON 3 ADELANTOS Y EL PBI.

ñalan cómo esperan que la demanda que enfrentan directamente se comportará en 3 meses, así si dicho índice está sobre 50 indica crecimiento, mientras que debajo de 50 indica disminución. Su idoneidad como indicador respecto a otras series se basa en que las empresas encuestadas formulan sus expectativas basándose directamente en la información relacionada a su propia actividad y ello se relaciona de forma agregada con el PBI con una correlación de 0,80 (Ver Cuadro 1).

CONCLUSIÓN

Los indicadores líderes son de mucha utilidad en el análisis de la evolución presente y futura de la actividad económica. En el Perú, existe la necesidad de contar con una amplia variedad de estos indicadores para proveer de alternativas a los agentes económicos en su toma de decisiones. En este artículo, se muestran los primeros pasos para desarrollar un indicador líder para el PBI peruano sin pretender realizar una eva-

luación exhaustiva. Se deja abierta la posibilidad de incluir variables adicionales y se propone explorar la elaboración de indicadores cualitativos como los PMI de las instituciones internacionales mencionadas.

REFERENCIAS

- **Etter, R. y M. Graff, 2011**, "A composite leading indicator for the Peruvian economy based on the BCRP's monthly business tendency surveys", Documento de Trabajo 2011-006. BCRP.
- **Mongardini, J. y T. Saadi-Sedik, 2003**, "Estimating Indexes of Coincident and Leading Indicators: An Application to Jordan", Fondo Monetario Internacional, Documento de Trabajo, WP/03/170
- **OECD, 2008**, "Handbook on Constructing Composite Indicators: Methodology and User Guide", OECD.
- **Gyomai, G. y E. Guidetti**, "OECD System of Composite Leading Indicators", OECD.
- **Gallardo, M. y M. Pedersen, 2006** "Un sistema de indicadores líderes compuestos para la región de América Latina", Cepal N°61.



libros y certámenes

► MONEDAS DE PLATA CONMEMORATIVAS POR LOS 150 AÑOS DEL SOL

El primero de julio, el BCRP presentó esta moneda de plata fina (una onza troy, 37mm de diámetro) y de curso legal que conmemora el sesquicentenario de la creación de la unidad monetaria Sol.



► MONEDAS ALUSIVAS A RECURSOS NATURALES DEL PERÚ

El 24 de julio, el BCRP presentó la serie compuesta por tres monedas de S/. 1 denominada “Recursos Naturales del Perú”, referidas a la anchoveta, el cacao y la quinua. Estas monedas –que buscan destacar la riqueza natural del país– son de curso legal, por lo que pueden ser usadas en cualquier transacción económica y circulan de forma simultánea con las actuales monedas de la misma denominación.

► ENCUENTRO ECONÓMICO REGIÓN JUNÍN

Entre el 16 y 17 de agosto, el Banco organizó en la ciudad de Huancayo este evento que busca facilitar el intercambio entre el sector público, empresas y academia, y contribuir con el desarrollo social y económico regional.



► MONEDAS DE S/. 1 ALUSIVAS AL ARTE TEXTIL PARACAS

El 12 de setiembre, el BCRP puso en circulación la nueva moneda de S/. 1,00 alusiva al arte textil de la cultura preinca Paracas, que se desarrolló en Ica. Esta moneda, la décimo cuarta de la Serie Numismática Riqueza y Orgullo del Perú, es de curso legal.



► REPORTE DE INFLACIÓN

El 20 de setiembre, el presidente del BCRP, Julio Velarde, presentó a los medios de comunicación el Reporte de Inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2013-2015.

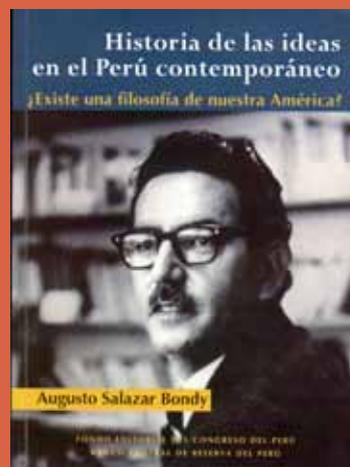
► XXXI ENCUENTRO DE ECONOMISTAS DEL BCRP

La reunión fue inaugurada por Renzo Rossini, gerente general del BCRP y Jorge Talavera, rector de la Universidad ESAN, casa de estudios donde se realizó el Encuentro el 28 y 29 de octubre. El objetivo fue discutir los efectos globales del *tapering* y las medidas de respuesta.



► CONCURSO DE INVESTIGACIÓN PARA JÓVENES ECONOMISTAS

Con el propósito de promover e incentivar la investigación de temas económicos, el BCRP convoca al Concurso de Investigación para Jóvenes Economistas 2013 - 2014 “Luis Felipe de las Casas Grieve”. Las bases y cronograma pueden consultarse en la página web del Banco www.bcrp.gob.pe



HISTORIA DE LAS IDEAS EN EL PERÚ CONTEMPORÁNEO

AUGUSTO SALAZAR BONDY, 2013.

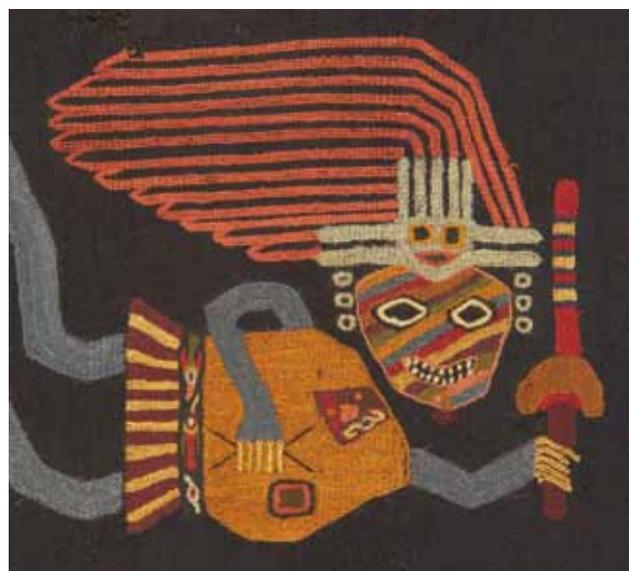
Augusto Salazar Bondy nos dejó una obra imprescindible para reflexionar acerca del destino colectivo de la nación peruana. Representó el instante de madurez intelectual no solo personal, sino también de la comunidad académica en su conjunto.

Historia de las ideas en el Perú contemporáneo (1965) fue en su momento un libro muy consultado y debatido entre los especialistas, así como por quienes deseaban adentrarse analíticamente en el estudio del pensamiento peruano. Su actualidad es manifiesta: los temas que plantea parecen tener permanente vigencia y eso lo convierte en una fuente de inspiración y lecciones para los pensadores del presente. Así, por ejemplo, Salazar Bondy nos presenta las varias expresiones de una tradición filosófica que no siempre se ha deslizado por la fácil adhesión a las ideas extranjeras. En algunos casos, como en el positivismo arraigado en el pensamiento de Manuel González Prada, se aprecia una suerte de nacionalización del pensamiento europeo, de asimilación libre y a la vez crítica. Por lo mismo, resulta un fenómeno recurrente, en esta amplia tradición, la capacidad de sus mejores exponentes para superarse a sí mismos, a lo largo de las décadas, incluso con rupturas puntuales que los llevaron a asumir sistemas filosóficos contrarios a los que defendieron en sus años jóvenes.

SERIE NUMISMÁTICA RIQUEZA Y ORGULLO DEL PERÚ

El Banco Central de Reserva del Perú ha puesto en circulación la décimo cuarta moneda de la Serie Numismática Riqueza y Orgullo del Perú, alusiva al Arte Textil Paracas. 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	2013
PESO	7,32g	EMISIÓN MÁXIMA	10 000 000
DIÁMETRO	25,50mm	MES	Setiembre



ARTE TEXTIL PARACAS

Paracas es el nombre de una gran cultura del antiguo Perú que se desarrolló entre los años 500 a.C. y 100 d.C., en la península del mismo nombre, al sur del puerto de Pisco, en el departamento de Ica. Esta cultura toma el nombre del vocablo quechua "paraqa" que significa "viento fuerte".

El arqueólogo peruano Julio C. Tello fue su descubridor científico en 1925, año en el que inició sus investigaciones. A la fase más antigua de esta cultura la llamó Paracas Cavernas y a la menos antigua, Paracas Necrópolis.

Los Paracas fueron extraordinarios tejedores, diestros en la combinación de la fibra de algodón y la de camélidos como la alpaca y la vicuña. Los textiles Paracas conjugan una avanzada técnica de elaboración con una decoración de gran policromía y belleza, que los convierte en piezas únicas en el mundo.

Este pueblo también elaboró cerámica, trabajó en la agricultura y la pesca, y practicó técnicas de deformación y trepanación craneana con fines mágicos y curativos.

Carmen Teresa Carrasco Cavero

Directora del Museo Nacional de Arqueología,
Antropología e Historia del Perú



Moneda

“El Sol reducido años 1975-1978”

La escasez de moneda en el país motivó que el gobierno del general Juan Velasco Alvarado emitiera en 1975 el Decreto Ley N° 21178 mediante el cual se modificaron las características de las monedas de Un Sol, reduciendo su tamaño a 21 mm de diámetro, con un peso de 3,2grs.

Esta nueva moneda, reemplazó a las casi desaparecidas monedas de Un Sol que llevaban la imagen de una vicuña.

En enero de 1978, el presidente Francisco Morales Bermúdez, suscribió el Decreto Ley N° 22065 modificando una vez más las dimensiones y peso de las mismas monedas, también por razones de escasez. El peso quedó fijado en 2,0grs. y el diámetro en 17 mm.

En el anverso lleva el Escudo Nacional, la leyenda “Banco Central de Reserva del Perú” y el año de acuñación. En el reverso, la palabra UN, la frase “Sol de oro” y el monograma de la Ceca de Lima.



MUSEO NUMISMÁTICO DEL PERÚ

Jirón Junín 781, Lima