

MEDIDAS PARA ACCELERAR LA DESDOLARIZACIÓN

MONEDA

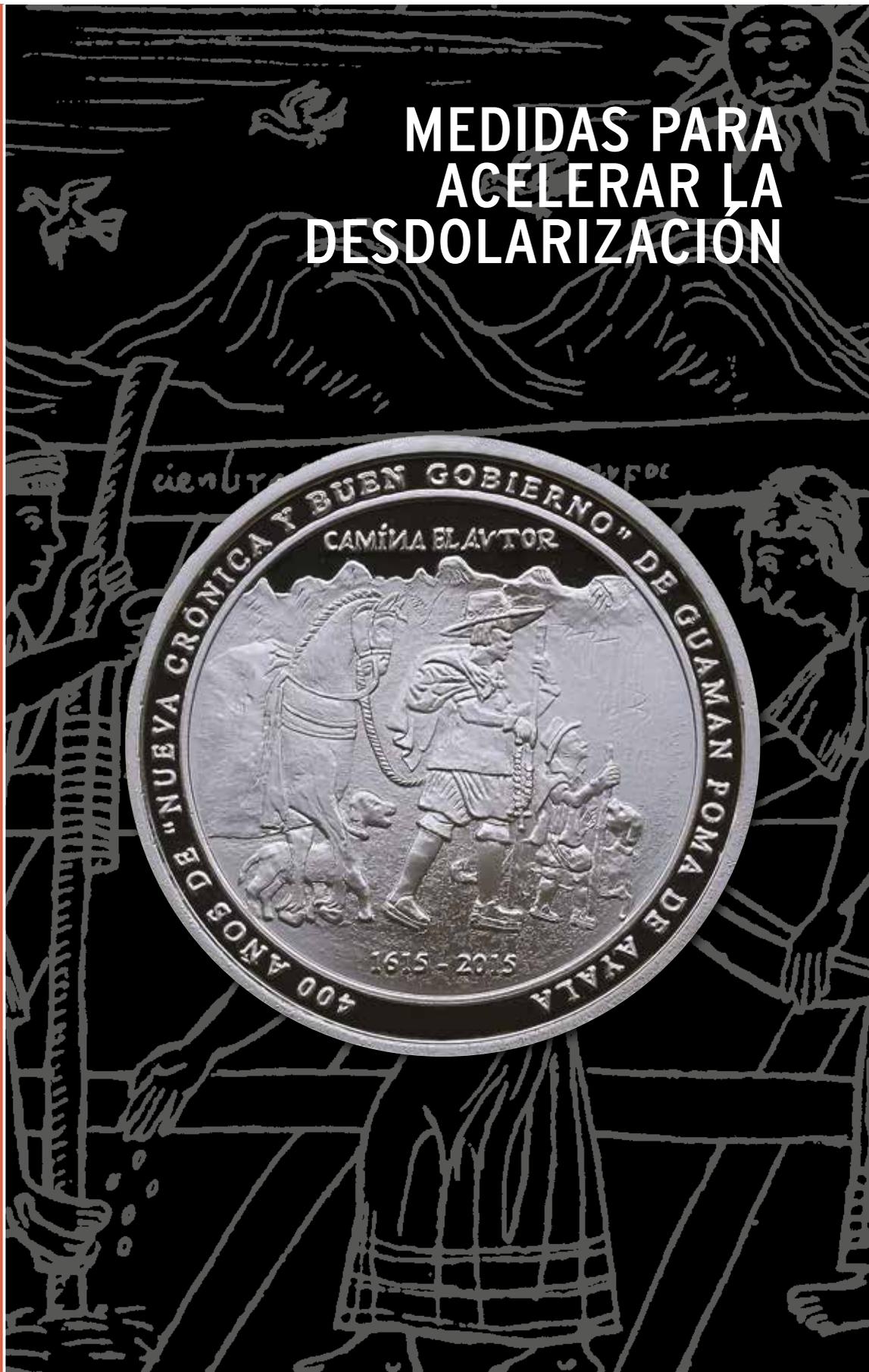


● ● ●
GESTIÓN DE PORTAFOLIOS
En activos de renta fija

● ● ●
EL NIÑO
Impactos en el Perú

● ● ●
CASA NACIONAL DE MONEDA
Celebración de los 450 años de la ceca de Lima

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



X

CONCURSO ESCOLAR BCRP 2015

RESULTADOS FINALES

PUESTO	COLEGIO	ALUMNOS	PROFESOR	DIRECTOR
1	Nuestra Señora del Carmen - Carmelitas (Lima)	Ariana Piscoya Martínez Valeria Sotelo Oliveros Tamara McGregor Noel	Juan Manuel Jiménez Rengifo	Úrsula Lourdes Toro-Lira Pardo
2	Señor del Ccoyllur Ritt'y (Quispicanchi, Cusco)	Flor Dayanira Vera Pacco Anggy Corayma Mamani Mandura Fredy Ccahuana Luycho	Ángel Quispe Livano	Alberto Antay Enciso
3	Abilia Ocampo (Rioja, San Martín)	Patricia Teresa Nieto Edquén Karen Reátegui Picón Luis Hernán Rodríguez Flores	Gilmer César Coronel Requejo	Graciela Puerta García

Tema de los ensayos

“Papel de los Organismos Financieros Internacionales: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial”

Lima, 20 de noviembre de 2015





Sumario

MONEDA

Diciembre 2015



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

PRESIDENTE JULIO VELARDE FLORES /
DIRECTORES LUIS ALBERTO ARIAS MINAYA,
EDUARDO FRANCISCO GONZÁLEZ GARCÍA, DRAGO
KISIC WAGNER, WALDO MENDOZA BELLIDO,
CARLOS OLIVA NEYRA, GUSTAVO ADOLFO
YAMADA FUKUSAKI / **GERENTE GENERAL**
RENZO ROSSINI MIÑÁN / **EDITOR DE LA**
REVISTA JOSÉ ROCCA ESPINOZA.

CARÁTULA: MONEDA DE PLATA EN HOMENAJE A LOS
CUATROCIENTOS AÑOS DE LA OBRA NUEVA CRÓNICA Y BUEN
GOBIERNO DE GUAMAN POMA. EL FONDO CORRESPONDE A LA
ILUSTRACIÓN "EL CICLO DE SEMBRAR MAÍZ" DE DICHA
OBRA.

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 LA CONQUISTA DEL SOL
RESULTADOS DE LAS MEDIDAS DEL BCRP PARA ACELERAR
LA DESDOLARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA**
PAUL CASTILLO, HUGO VEGA, MIGUEL ÁNGEL CABELLO Y
ENRIQUE SERRANO MISAYAURI
Dan cuenta de las acciones de política llevadas a cabo por el BCRP para el fortalecimiento de nuestra moneda y los logros obtenidos.
- 11 PERÚ, ANFITRIÓN DE LAS REUNIONES ANUALES DEL GRUPO
DEL BM Y EL FMI**
CARLOS PEREYRA E YNÉS TAPIA
Se reseña los temas tratados en las Reuniones Anuales, así como la participación del Perú en el debate internacional –en especial el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) como representante del país ante el FMI– y su rol como anfitrión.
- 15 MEDIDAS DE SEGURIDAD EN LAS TARJETAS DE CRÉDITO**
ANIBAL GALARRETA
Describe las principales medidas asociadas a las tarjetas de crédito para fortalecer su seguridad.
- 19 PARIDAD DE RIESGO: PRINCIPIOS DE INVERSIÓN Y RIESGOS
SUBYACENTES**
LUCERO RUIZ
La autora busca desmitificar las estrategias de paridad de riesgo para lo cual describe sus fundamentos de inversión y riesgos asociados ante un cambio de entorno económico.
- 24 GESTIÓN DE PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN EN ACTIVOS DE
RENTA FIJA**
OMAR PINEDO
Describe cada una de las actividades que componen el proceso de gestión de portafolios y los diferentes estilos de inversión que existen en función del grado de autonomía otorgado al administrador.
- 28 IMPACTOS DE EL NIÑO EN EL PERÚ**
ALEX CONTRERAS, MARTÍN MARTÍNEZ Y KETTY VÁSQUEZ
Aunque la probabilidad de que el fenómeno meteorológico El Niño tenga una intensidad extraordinaria se ha reducido significativamente, los autores consideran conveniente - desde una perspectiva de la administración de riesgos macroeconómicos - evaluar diferentes escenarios de contingencia de El Niño en el PBI.
- 32 LA XII REUNIÓN DE ASESORES LEGALES DE LA BANCA
CENTRAL DEL CEMLA**
MANUEL MONTEAGUDO Y HÉCTOR HERRERA
Se hace una reseña sobre esta reunión que por segunda vez organiza el BCRP, bajo los auspicios del CEMLA y que congregó a abogados y juristas de bancos centrales de diversos continentes, organismos económicos internacionales, así como a abogados de firmas internacionales especializadas.
- 37 HUAMAN POMA**
CARLOS ARANÍBAR
El autor rinde homenaje al cronista Felipe Huaman Poma en ocasión a la emisión de la moneda de plata alusiva a los 400 años de la obra "La Nueva crónica y buen gobierno".
- 40 450 AÑOS DE LA CECA DE LIMA**
Como parte de las celebraciones por este aniversario, Pedro de la Puente, presidente de la Sociedad Numismática del Perú, presenta un artículo sobre la Casa de Moneda de Lima y las otras cecas que funcionaron en el Perú durante el Virreinato. También Edgar Valda Martínez, docente de Historia de la Universidad Mayor, Real y Pontificia de San Francisco Xavier de Chuquisaca de Bolivia, escribe sobre la historia de la Casa de Moneda de Potosí, la relación que tuvo con España y con nuestro país en los siglos XVI - XIX. Finalmente, Carlos Contreras, historiador de la PUCP, resume un capítulo más extenso sobre el tema de la moneda en el Perú del siglo XX que aparece en el libro sobre historia monetaria que el BCRP y el IEP han editado de su colección sobre historia económica.
- 54 LIBROS Y CERTÁMENES**

La conquista DEL SOL

RESULTADOS DE LAS MEDIDAS DEL BCRP PARA ACCELERAR LA DESDOLARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA

PAUL CASTILLO*, HUGO VEGA**,
MIGUEL ÁNGEL CABELLO*** Y
ENRIQUE SERRANO MISAYURI****

Altos niveles de dolarización generan riesgos significativos no sólo para la estabilidad del sistema financiero, sino también para la economía en su conjunto. Por ello, la autoridad monetaria ha tomado acciones decididas y ha creado instrumentos innovadores para acelerar la reversión de este proceso.

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

** Jefe del Departamento del Programa Monetario del BCRP.
hugo.vega@bcrp.gob.pe

*** Especialista en Política Monetaria
miguel.cabello@bcrp.gob.pe

**** Especialista en Política Monetaria
enrique.serrano@bcrp.gob.pe

A inicios de noviembre 2015, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) amplió su Programa de Desdolarización del Crédito, vigente desde 2013, con el objetivo de afianzar y continuar promoviendo la reducción en la dolarización de los créditos, en particular de los créditos vehiculares e hipotecarios. Así, se establecieron nuevas reducciones mínimas tanto para el crédito total¹ en moneda extranjera como para el crédito vehicular e hipotecario en dólares.

Este programa hace uso de encajes adicionales en dólares que se aplican sobre los pasivos totales² de las entidades financieras y que se activan cuando las entidades no alcanzan las reducciones de los saldos de crédito que establece el BCRP en fechas predefinidas. De no lograr dicha reducción en el saldo del crédito en dólares requerido, la institución financiera enfrenta un encaje adicional en moneda extranjera proporcional al desvío porcentual respecto al saldo requerido.

“ La dolarización genera descargos de monedas en la posición financiera de los agentes ”

En el caso del crédito total, se ha establecido que a partir de diciembre 2016, se requiere una reducción no menor a 20 por ciento del saldo del crédito total en moneda extranjera de setiembre de 2013, anteriormente este límite, a diciembre de 2015, era de 10 por ciento. Para el crédito vehicular e hipotecario, se

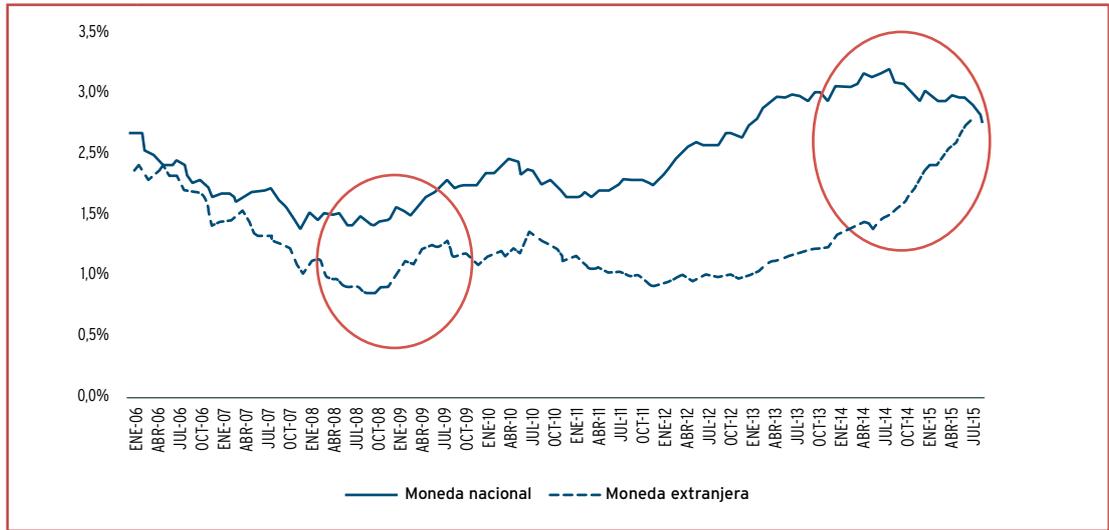
CUADRO 1 ■ Encaje Adicional en función al crédito en moneda extranjera^{3/}

Vigente	A junio 2015	
	Límites ^{2/}	Encaje Adicional
Totales sin comercio exterior ^{1/} (Base=Set.13)	0,95 veces de Set. 13 ó 0,92 veces de Dic. 14 ó 100% PE ó US\$ 100 MM	$0,3 \times \left(\frac{CT}{CS13} - 0,95 \right) \times PT$
Vehicular e Hipotecario (Base=Feb.13)	0,90 veces de Feb. 13 ó 0,86 veces de Dic. 14 ó 20% PE	$0,15 \times \left(\frac{CHVT}{CHVF13} - 0,90 \right) \times PT$
Vigente	A diciembre 2015	
	Límites ^{2/}	Encaje Adicional
Totales sin comercio exterior ^{1/} (Base=Set.13)	0,90 veces de Set. 13 ó 0,85 veces de Dic. 14 ó 100% PE ó US\$ 100 MM	$0,3 \times \left(\frac{CT}{CS13} - 0,90 \right) \times PT$
Vehicular e Hipotecario (Base=Feb.13)	0,85 veces de Feb. 13 ó 0,75 veces de Dic. 14 ó 20% PE	$0,15 \times \left(\frac{CHVT}{CHVF13} - 0,85 \right) \times PT$
Vigente	A diciembre 2016	
	Límites ^{2/}	Encaje Adicional
Totales sin comercio exterior ^{1/} (Base=Set.13)	0,80 veces de Set.13 ó 100% PE ó US\$ 100 MM	$0,3 \times \left(\frac{CT}{CS13} - 0,80 \right) \times PT$
Vehicular e Hipotecario (Base=Feb.13)	0,7 veces de Feb. 13 ó 15% PE	$0,15 \times \left(\frac{CHVT}{CHVF13} - 0,70 \right) \times PT$

1/ TAMBIÉN EXCLUYE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS OTORGADOS A PARTIR DE ENERO DE 2015 CON PLAZOS MAYORES A 3 AÑOS Y MONTOS MAYORES A US\$ 10 MILLONES.
2/ ESTOS LÍMITES NO APLICAN SI EL SALDO DE CRÉDITOS TOTALES EN MONEDA EXTRANJERA SIN COMERCIO EXTERIOR ES MENOR AL PATRIMONIO EFECTIVO Y PARA EL SALDO DE CRÉDITOS VEHICULARES E HIPOTECARIOS, SI ES MENOR AL 20 POR CIENTO DEL PATRIMONIO EFECTIVO.
3/ CT SALDO PROMEDIO DE CRÉDITO TOTAL EN MONEDA EXTRANJERA DEL PERIODO DE ENCAJE. CS13 SALDO DE CRÉDITO TOTAL EN MONEDA EXTRANJERA DE SETIEMBRE DE 2013. CHVT SALDO PROMEDIO DE CRÉDITO VEHICULAR E HIPOTECARIO EN MONEDA EXTRANJERA DEL PERIODO DE ENCAJE. CHVF13 SALDO DE CRÉDITO VEHICULAR E HIPOTECARIO EN MONEDA EXTRANJERA DE FEBRERO DE 2013.

1 No incluye créditos para financiar operaciones de comercio exterior, ni los préstamos otorgados a partir del 1º de enero de 2015 con plazos mayores a tres años y de montos mayores a US\$ 10 millones.
2 Este concepto incluye el TOSE y los adeudados (bonos y líneas de créditos del exterior).

GRÁFICO 1 ■ Tasa de morosidad de las empresas bancarias por monedas



exige una reducción no menor a 30 por ciento del saldo de tales créditos de febrero 2013. Además, se redujo el monto libre de encajes adicionales para dichos préstamos a 15 por ciento del patrimonio efectivo de diciembre de 2014.

Adicionalmente, para el crédito vehicular e hipotecario, a partir de diciembre de 2017 la reducción requerida anual se incrementa en 10 puntos porcentuales hasta que el saldo de estos créditos alcance un nivel equivalente al 5 por ciento del patrimonio efectivo de las entidades financieras.

Este esquema de encajes adicionales busca promover la desdolarización del crédito y complementa la política de encajes en moneda extranjera que mantiene el BCRP desde inicios de los 90, que establece un encaje medio y marginal mayor que el requerido en soles. A la fecha, la tasa de encaje

“ Muchas empresas y familias tienen obligaciones en dólares, pero ingresos en moneda doméstica ”

GRÁFICO 2 ■ Crédito total de moneda extranjera excluyendo Comercio Exterior de las Empresas Bancarias

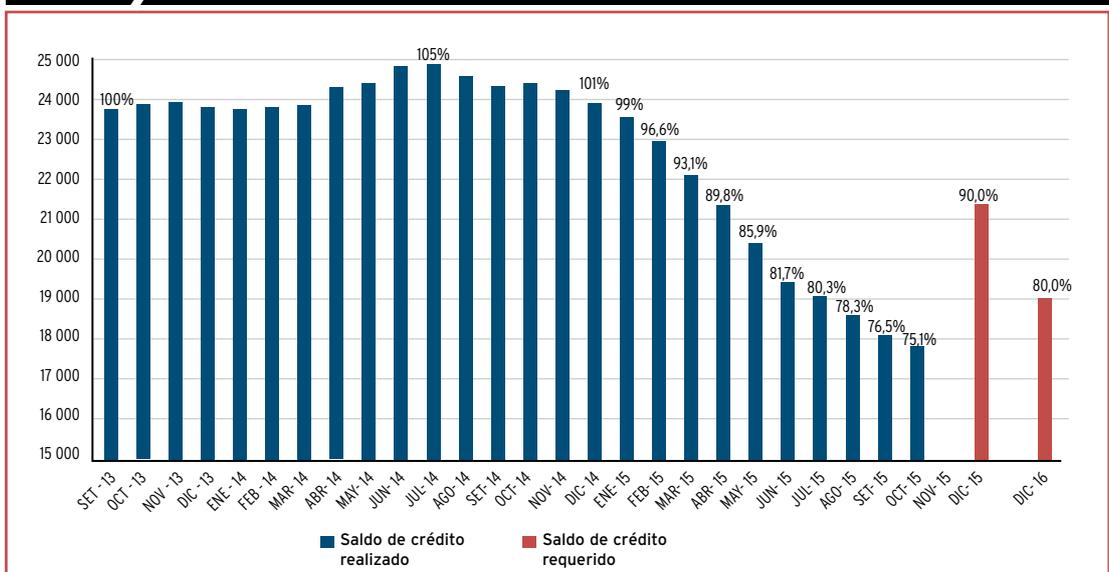
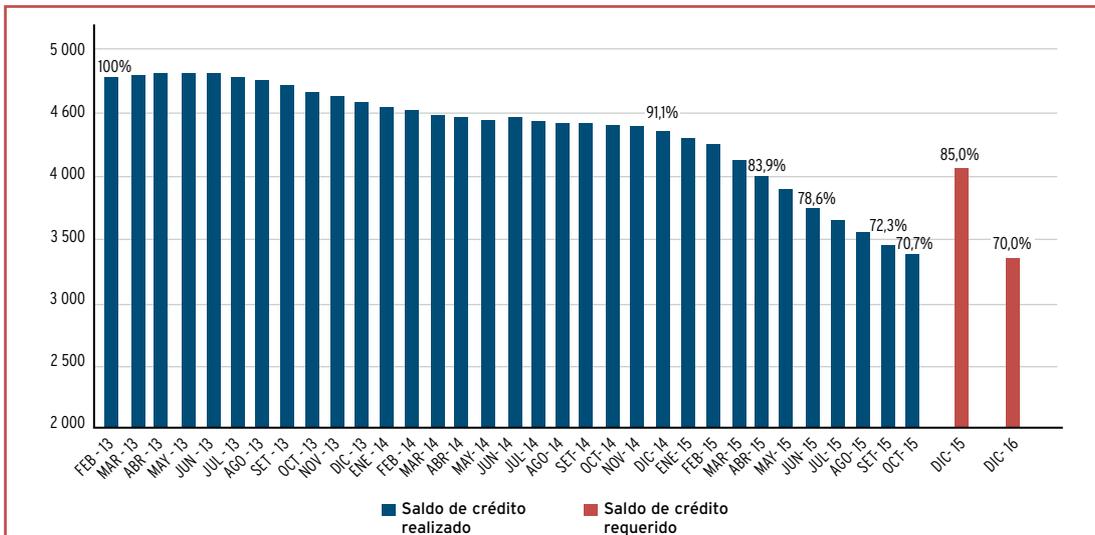


GRÁFICO 3 ■ Crédito hipotecario y vehicular en moneda extranjera de las Empresas Bancarias



medio se encuentra alrededor de 37 por ciento de las obligaciones en dólares; en tanto que la tasa de encaje marginal es de 70 por ciento.

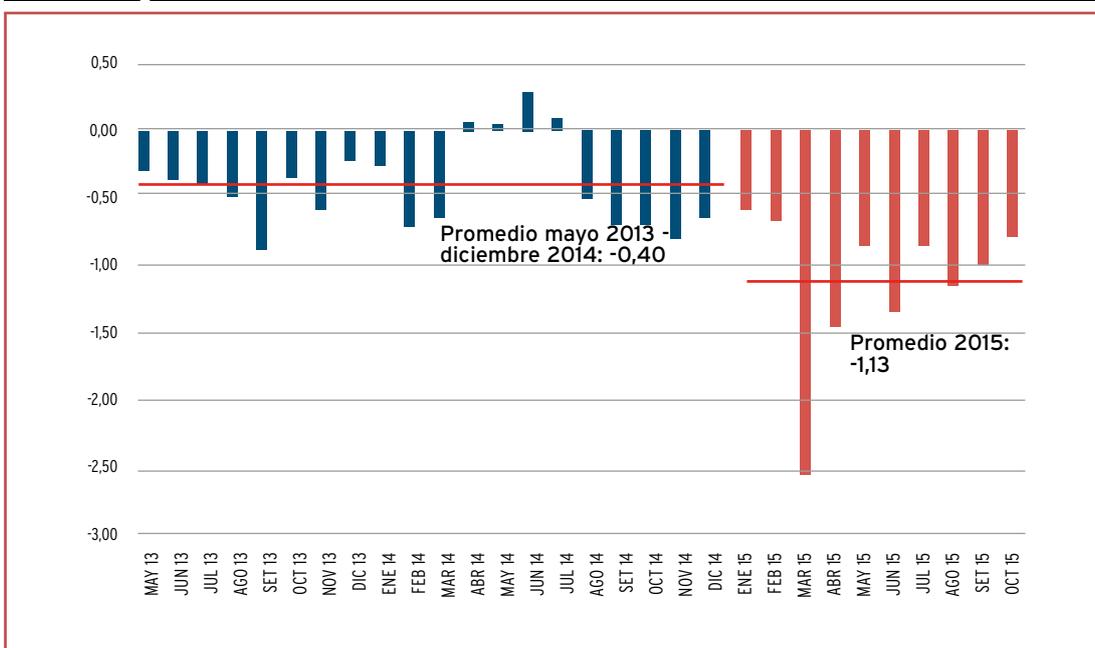
¿POR QUÉ ACELERAR EL PROCESO DE DESDOLARIZACIÓN?

Un alto nivel de dolarización genera serios riesgos no sólo a la estabilidad del sistema financiero, sino a la economía en su conjunto: primero, genera descalces de monedas en la posición financiera de los agentes, ya que muchas empresas y familias tienen obligaciones en dólares, pero ingresos en moneda doméstica. Segundo, crea riesgo de liquidez, porque los bancos al tener pasivos (depósitos y adeudados)

CUADRO 2 ■ Coeficientes de la dolarización del crédito del Sector Privado

	Dic-13	Dic-14	Jun-15	Ago-15	Oct-15
Empresas	52,9	48,5	41,6	39,3	37,3
Corporativo y Gran Empresa	67,4	59,9	50,8	47,7	45,2
Mediana Empresa	63,7	59,3	50,5	47,9	46,0
Pequeña y Microempresa	13,0	11,5	9,3	8,5	7,9
Personas	23,1	20,0	16,8	15,8	14,9
Consumo	10,5	9,5	8,2	7,8	7,4
Vehiculares	75,9	68,9	55,8	51,1	46,2
Tarjeta	7,2	6,6	6,1	6,0	6,0
Hipotecario	40,0	33,9	28,6	26,9	25,3
TOTAL	42,4	38,3	32,6	30,8	29,2

GRÁFICO 4 ■ Dolarización del crédito en puntos porcentuales



en moneda extranjera, no cuentan con un respaldo de fondos líquidos en caso se produzca una corrida del fondeo en dólares (el BCRP no emite dólares). En consecuencia, ante una reversión de los flujos de capitales o cualquier choque externo que produzca una depreciación rápida de la moneda local, los agentes domésticos con descalces de moneda verían afectada seriamente su posición financiera, lo que elevaría la probabilidad de incumplimiento de sus deudas; en tanto, los bancos tendrían dificultades para cumplir sus obligaciones en dólares; lo que se trasladaría rápidamente al sector real de la economía, al restringir el crédito, y elevaría las tasas de interés para préstamos.

Estos efectos producen un deterioro de la calidad de los activos de los bancos, en particular de aquellos denominados en moneda extranjera. Se puede notar que, como se aprecia en el Gráfico 1, a pesar de la reducción en la dolarización observada en los últimos años, el incremento de la morosidad de los créditos en moneda extranjera se acentúa con la depreciación del sol. Así, por ejemplo, mientras que la morosidad de los créditos en moneda nacional se revierte a partir del segundo trimestre de 2014, la morosidad para el crédito en dólares, se acelera y alcanza sus niveles máximos desde el 2006 vis a vis con la evolución del tipo de cambio.

ÉXITO DEL PROGRAMA

Con datos al cierre de octubre de 2015, se observa que las medidas orientadas a reducir la dolarización del crédito han sido efectivas, ya que las entidades financieras han conseguido cumplir con las metas establecidas con amplio margen en algunos casos. En el caso del crédito total en moneda extranjera, como se aprecia en el Gráfico 2, las empresas bancarias han alcanzado en octubre un saldo equivalente a 75,1 por ciento del saldo de setiembre de 2013, nivel bastante por debajo del saldo requerido a diciembre de 2015 (90 por ciento del saldo de setiembre de 2013). Con los nuevos límites establecidos, el saldo del crédito en dólares no podrá superar el 80 por ciento del saldo observado en setiembre de 2013.

En el caso del crédito vehicular e hipotecario a las familias, las empresas bancarias también han logrado reducir más de lo requerido a diciembre de 2015. A octubre de 2015, el saldo de estos créditos fue equivalente a 70,7 por ciento del saldo de febrero de 2013 (ver Gráfico 3).

Con ello, el saldo de créditos en moneda extranjera se ha reducido en US\$ 4 963 millones (los bancos redujeron en US\$ 4 925 millones), con lo que el ratio de dolarización alcanzó 29 por ciento a octubre de 2015 (al inicio del Programa, se preveía una reducción del saldo del crédito total en moneda extranjera de alrededor de US\$ 2 500 millones para todo el año 2015, con un ratio de dolarización de

“Las medidas orientadas a reducir la dolarización del crédito han sido efectivas, ya que las entidades financieras han conseguido cumplir con las metas establecidas con amplio margen en algunos casos”

31,7 por ciento, aproximadamente), lo que representa una reducción de 9 puntos porcentuales desde inicios de año (ver Cuadro 2).

Este resultado implica que gracias a la reducción de la dolarización del crédito, las empresas y personas naturales en conjunto han evitado, desde inicios del año, que el valor de sus montos de deuda se incrementen, ante la depreciación del Sol de alrededor de 12 por ciento, en S/2 396 millones (0,4 por ciento del PBI de 2014). De no haberse observado este proceso de desdolarización del crédito, la depreciación del sol hubiera generado una reducción de ingresos, y del gasto privado equivalente a 0,4 por ciento del PBI, y en el caso de las empresas más endeudadas en dólares habría afectado seriamente su capacidad de pago.

Una forma alternativa de evaluar el impacto del programa de desdolarización es comparar el ritmo de desdolarización antes y después del programa. Tal como se observa en el Gráfico 4, el cambio en el ritmo de la desdolarización del crédito a partir de 2015 es evidente. Este pasa de un promedio de 0,40 puntos porcentuales por mes entre mayo de 2013 y diciembre 2014, a un promedio mensual de 1,13 puntos porcentuales en el 2015.

Controlando por el tipo de cambio, se observa en el Gráfico 5, también un claro incremento en el ritmo de desdolarización del crédito a partir de 2015, que genera un desplazamiento paralelo de la relación entre desdolarización y depreciación trimestral del tipo de cambio.

También, el éxito del programa de desdolarización se puede comprobar mediante una prueba

CUADRO 3 Modelos: Resumen

Explicativas: Constante	"Relación de Cointegración (MCO) 1/"	Ratio dolarización		
	Tasa de Crecimiento del crédito: Trimestral	En diferencias:		
		Base	Variante 1	Variante 2
				-0,31* (0,09)
Tasa de Encaje Medio Bancario ^{2/} (moneda extranjera)	-0,37** (0,05)	-0,19** (0,01)	-0,20** (0,01)	-0,19** (0,01)
Tasa de Encaje Medio Bancario ^{3/} (moneda local)	0,46** (0,03)	0,15** (0,02)	0,17** (0,01)	0,14** (0,04)
Programa de Desdolarización (2015)	-10,15* (0,07)	-2,80*** (0,00)	-2,80*** (0,00)	-2,60*** (0,00)
Controles Exógenos: Términos de Intercambio ^{4/}	1,99 (0,35)	1,89 (0,18)		
Precio del Cobre ^{4/}			-0,24 (0,63)	
Tipo de Cambio de Socios ^{4/ (a)}				1,32** (0,05)
Tasa de Interés de la FED	-0,25 (0,57)	-0,04* (0,09)	-0,04 (0,11)	-0,10*** (0,00)
Rendimiento de los Treasury Bill - 10 años	0,75 (0,57)	-0,05** (0,01)	-0,05** (0,01)	0,07 (0,25)
Índice VIX (medida de riesgo crediticio)				
R-cuadrado	0,51	0,40	0,40	0,43
Durbin-Watson	0,70	1,31	1,28	1,28
Criterio Informativo de Akaike		1,19	1,20	1,15

ESTIMADOS. PROBABILIDAD DEL T-ESTADÍSTICO EN PARÉNTESIS

******* SIGNIFICATIVO AL 1%
****** SIGNIFICATIVO AL 5%
***** SIGNIFICATIVO AL 10%

^{1/} FIJADO EN 1 REZAGO (MÉTODO DE STOCK-WATSON). PROGRAMA DE DESDOLARIZACIÓN MODELADO COMO DETERMINÍSTICO.

^{2/ 3/} PARA LOS MODELOS DEL RATIO DE DESDOLARIZACIÓN SE EXPRESARON EN DIFERENCIAS.

^{4/} CONSIDERADOS COMO REZAGOS DE ORDEN 6. PARA LOS MODELOS DEL RATIO DE DESDOLARIZACIÓN SE EXPRESARON EN DIFERENCIAS.

(a) DEFINIDO EN FUNCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO DE CHILE, COLOMBIA, MÉXICO Y BRASIL (PONDERADOS POR SU NIVEL DE PBI). DEPRECIACIÓN TRIMESTRAL.

CUADRO 4 Estadísticos de Efectividad de Política

Programa de Desdolarización (anunciado en 2015)				
Dependientes:	"Efecto Medio"	Estadístico de Efectividad de Política	p-value	Signo esperado
"Tasa de Crecimiento del crédito en ME (Trimestral)"	-5,922	-2,146	0,03	si
Ratio Dolarización:				
Base	-0,949	-2,322	0,02	si
Variante 1	-0,965	-2,351	0,02	si
Variante 2	-0,883	-2,240	0,03	si

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA. SIGUIENDO EL MÉTODO DE PESARAN Y SMITH (2012).

estadística formal, siguiendo la metodología de Pesaran y Smith (2012)³, que permite medir el impacto de políticas a partir de la significancia estadística entre la evolución de la variable objetivo, en nuestro caso el coeficiente de dolarización del crédito, bajo dos escenarios: con aplicación de las políticas y sin la aplicación de las mismas.

Esta metodología permite aislar el efecto de los instrumentos de política sobre la variable explicada, a partir de modelos de forma reducida, que utilizan variables de control que son invariantes a los instrumentos de política utilizados. Estos modelos de forma reducida se utilizan luego para generar impactos contra-factuales de las variables analizadas, en nuestro ejercicio el ratio de dolarización, cuya significancia se evalúa luego mediante una hipótesis estadística.

Sea \hat{d}_H , la diferencia promedio entre el ratio de dolarización del crédito con y sin políticas de desdolarización, que de acuerdo con Pesaran y Smith \hat{d}_H se distribuye como:

$$\hat{\varphi}_H = \frac{\hat{d}_H}{\hat{\sigma}_{v_y}} \sim N(0,1)$$

Donde $\hat{\sigma}_{v_y}$ es la desviación estándar de los errores de regresiones auxiliares de forma reducida.

El Cuadro 3 presenta los resultados de las regresiones auxiliares utilizadas en este análisis, en las que se evaluó el impacto de las medidas de encaje medio en moneda extranjera, y de los encajes adicionales dentro del programa de desdolarización

del crédito, sobre la tasa trimestral del crédito en dólares de la banca, y en el ratio de dolarización. En todos los casos, los instrumentos de política utilizados presentan el signo esperado y resultan ser estadísticamente significativos.

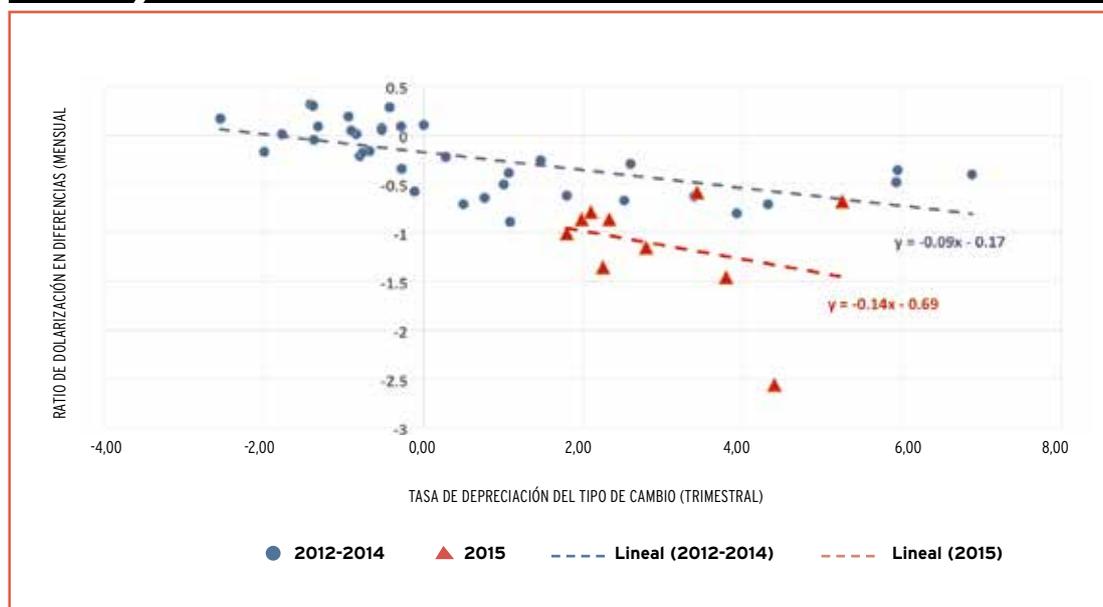
Así, los *p-value*⁴, para las cuatro pruebas de hipótesis indican que se rechaza la hipótesis de impacto nulo de las medidas de encaje en la tasa de crecimiento del crédito en dólares y en el ratio de dolarización del crédito total.

CONCLUSIONES

Reducir la deuda en dólares de las familias y hogares permite limitar el efecto negativo de los descalces cambiarios. El esquema de encajes adicionales condicionados a la evolución del crédito ha logrado incentivar, a la vez que ha servido como un mecanismo de coordinación, la sustitución de crédito en dólares por préstamos en moneda local. A la fecha casi todos los bancos han logrado alcanzar el saldo requerido para diciembre 2015 (con varios meses de anticipación)-.

Este resultado indica que las políticas adoptadas por el BCRP han sido efectivas en lograr el objetivo de desdolarizar el crédito del sistema financiero. La reducción en la dolarización del crédito lograda no solo contribuye a aminorar los descalces cambiarios en el sector privado, sino también incrementa la fortaleza del sistema financiero peruano ante choques externos que generen un cambio abrupto en el tipo de cambio, como los mencionados anteriormente.

GRÁFICO 5 ■ Desdolarización y Depreciación



³ Pesaran, M & Smith, R. (2012). Counterfactual analysis in macroeconometrics: An empirical investigation into the effects of quantitative easing.

⁴ En el contexto de una prueba de hipótesis estadística, mide la significancia o relevancia de la variable analizada. Si una variable presenta un valor por debajo de 5 por ciento, se dice que la hipótesis nula es rechazada al 95 por ciento de confianza; si el p-value es menor a 1 por ciento, la hipótesis nula es rechazada al 99 por ciento de confianza.

P

erú, anfitrión de las Reuniones Anuales DEL GRUPO DEL BM Y EL FMI

CARLOS PEREYRA* E YNÉS TAPIA**

El 20 de octubre de 2015, Christine Lagarde, Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), convocó al personal de la institución para hacer un recuento de las Reuniones Anuales del Grupo del Banco Mundial (GBM) y el FMI llevadas a cabo en Lima, Perú. El consenso fue que el Perú cumplió brillantemente como anfitrión de uno de los eventos anuales más concurridos e importantes del mundo. Los temas tratados en las Reuniones Anuales, así como la participación del Perú en el debate internacional –en especial el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) como representante del país ante el FMI– y su rol como anfitrión de más de 12 mil participantes provenientes de 188 países, son la materia de este artículo.

* Jefe del Departamento de Relaciones Internacionales del BCRP.
carlos.pereyra@bcrp.gob.pe

** Especialista en Relaciones Internacionales del BCRP.
ynes.tapia@bcrp.gob.pe



MIRANDO AL MUNDO: LOS PRINCIPALES TEMAS GLOBALES

Durante la semana de las Reuniones Anuales (5-11 de octubre de 2015) tuvieron lugar múltiples reuniones patrocinadas por el FMI y el GBM, en las que se debatieron temas económicos de coyuntura y mediano plazo, así como las principales reformas estructurales pendientes. El evento central fue la Reunión Plenaria de los Gobernadores del GBM y el FMI, a la cual también asistieron muchos otros participantes, tales como responsables de política, miembros de los medios de prensa, representantes de organizaciones civiles, etc. La Reunión Plenaria cumple el objetivo primordial de identificar y comunicar las principales prioridades de política para promover una expansión mundial fuerte, sostenible, inclusiva, generadora de empleo y equilibrada mediante la ampliación del crecimiento potencial, la preservación de la disciplina fiscal, el control de los riesgos financieros, el apoyo al comercio internacional y —quizás con mayor énfasis que en otras versiones del evento— el mejoramiento del capital humano.

En particular, la Directora Gerente del FMI, Christine Lagarde, llamó a modernizar las políticas nacionales para afianzar la resiliencia de la economía mundial, promover la cooperación internacional y fortalecer al FMI en su mandato de atender mejor las necesidades de los países miembros. Asimismo, refirió que el Perú ya no es un "país del futuro", sino del presente; y que se encuentra entre las economías de América Latina que han crecido más rápido en los últimos años y cuentan con las mayores oportunidades para desplegar su gran potencial en favor de sus ciudadanos. Sin embargo, destacó que estar en el presente implica también enfrentar desafíos y estar atentos a las oportunidades que se presenten. Como homenaje al país anfitrión, añadió que la frase inmortal del gran poeta

peruano César Vallejo resume el actual contexto de reto y esperanza que vive el país: "Hay, hermanos, muchísimo que hacer".

Por su parte, el Presidente del GBM, Jim Yong Kim, destacó los dos objetivos principales de su institución: poner fin a la pobreza extrema a más tardar en 2030; e impulsar la prosperidad compartida para el 40% más pobre de la población de los países en desarrollo. Refiriéndose al Perú, dijo que había encontrado un país mucho más próspero y justo que hace una generación, gracias a un crecimiento sólido e inclusivo que ha aumentado el tamaño de la clase media y reducido notablemente la pobreza. Sin embargo, destacó la necesidad de enfrentar los efectos adversos del actual contexto de deterioro global, especialmente los menores precios de los commodities y la posible aceleración de las salidas de capital fuera de las economías emergentes y en desarrollo. Sin embargo, para transmitir un mensaje de optimismo, rememoró sus años como médico en el distrito limeño de Carabaylo en la década de 1990, cuando contribuyó a elevar las tasas de curación de casos de tuberculosis resistente a múltiples fármacos a más de 80%, lo cual llevó al gobierno peruano a revisar sus políticas de salud de manera fundamental. De esta experiencia resaltó dos grandes lecciones: (i) escuchar las aspiraciones de los pobres y contribuir a hacerlas realidad; y, (ii) no tener miedo de hacer lo correcto, aunque implique quedar solos en la lucha.

Por otro lado, el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) reúne a los representantes de las 24 jurisdicciones del FMI para discutir la agenda global de los siguientes meses. Los comentaristas coinciden en que uno de los temas que dominaron el debate fue la desviación de los riesgos globales hacia las economías emergentes, asociada especialmente a la desaceleración de la economía china y la caída de los precios de los commodities. El debilitamiento

del contexto global se ve aumentado por las mayores salidas de capital y los temores por el crecimiento del endeudamiento corporativo. En este contexto, los responsables de política de las economías emergentes enfatizaron la importancia del ajuste cambiario y el uso de reservas para enfrentar los desequilibrios externos. Existe confianza en su capacidad de absorber riesgos pues, en particular, la deuda corporativa se concentra en países con reservas considerables, como China, Brasil, México, Rusia, Hong Kong y Corea del Sur. Asimismo, a diferencia de los casos de Estados Unidos y la Eurozona, existe confianza en la voluntad política de los gobiernos de las economías emergentes de llevar a cabo operaciones de rescate (bailouts), por ejemplo, en caso de que en China el sistema bancario y las empresas públicas requieran apoyo estatal. El énfasis en los riesgos creados por la evolución de la economía china cobró importancia similar a las expectativas sobre la política de la Reserva Federal de los Estados Unidos en las prioridades de monitoreo global.

MIRANDO A AMÉRICA LATINA

Estos temas centrales también estuvieron presentes en los seminarios celebrados en paralelo a las reuniones centrales del FMI y del BM, en las que el Perú expresó sus puntos de vista a través de sus representantes. En el Seminario “El Futuro de la Banca Central en América Latina”, que reunió a los Gobernadores de los cinco principales bancos centrales de la región, entre ellos el BCRP, se debatió sobre los principales desafíos que enfrenta la política monetaria en la región y las estrategias necesarias para hacerles frente. Se concluyó que, en las últimas dos décadas, los bancos centrales de América Latina han llevado a cabo avances sustanciales —estableciendo metas de inflación y logrando niveles de inflación bajos y estables—, pero que han surgido nuevos retos, en particular: (i) el impacto de los ciclos financieros globales, que complican las políticas monetarias nacionales; (ii) la coordinación de las políticas monetarias y macro-prudenciales a través de diferentes mecanismos institucionales; y (iii) las presiones deflacionarias globales que, aunque aún no preocupan a América Latina, pueden requerir del uso de políticas no convencionales.

Julio Velarde, Presidente del BCRP, expresó que las recientes crisis financieras han puesto a prueba la capacidad de los bancos centrales de navegar en aguas desconocidas. Dijo que los instrumentos no convencionales de política monetaria pueden reducir, en cierta medida, las restricciones que imponen los niveles de interés bajos; y que pueden ser herramientas eficaces para limitar los riesgos de cola en el sistema financiero. Sin embargo, añadió que aún no hay total claridad acerca de sus efectos secundarios potenciales (sobre los flujos transfronterizos de capital, los precios de los activos y el nivel de actividad económica) y su influencia en el

diseño futuro de la política monetaria. Puntualizó que una reversión de las medidas no convencionales requiere de una comunicación adecuada para asegurar un ajuste suave en los mercados.

Asimismo, durante el Seminario de Banca Internacional del G-30 (que agrupa a gobernadores de bancos centrales y académicos importantes a nivel global), Julio Velarde expuso la experiencia peruana en el panel “América Latina: Golpeados por vientos económicos mundiales y domésticos”. También participaron en el evento del G-30, entre otros, Luis Alberto Moreno, Presidente del BID; Agustín Carstens, Presidente del Banco de México; Alexandre Tombini, Presidente del Banco Central del Brasil; Jacob Frenkel, de JP Morgan Chase International; y Jean-Claude Trichet, Expresidente del Banco Central Europeo.

Durante el seminario organizado por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés) Julio Velarde participó en el panel titulado “Alianza del Pacífico” junto con Mauricio Cárdenas y Rodrigo Valdez, Ministros de Finanzas de Colombia y Chile, respectivamente. Los funcionarios explicaron el desarrollo del acuerdo, que se inició con la integración de los mercados de valores, para continuar luego con coordinaciones en otros campos, como el tratamiento tributario. Destacaron los principales logros y obstáculos para mejorar la competitividad global de la Alianza del Pacífico y reforzar la integración económica y financiera del bloque. Julio Velarde destacó que se mantiene entre los inversionistas el optimismo sobre la evolución de la economía peruana.

Julio Velarde participó también en el panel “América Latina: perspectivas y desafíos futuros”, organizado por la Fundación Per Jacobsson. Julio Velarde y Rodrigo Valdés coincidieron en que existe optimismo sobre el desempeño de las economías de

JULIO VELARDE EN EL PANEL “ALIANZA DEL PACÍFICO”, ORGANIZADO POR EL INSTITUTO DE FINANZAS INTERNACIONALES.



la región, pese a que se avizoran para los próximos años una serie de retos por la desaceleración de China, la volatilidad de los precios de los minerales y la depreciación de las monedas.

MÁS ALLÁ DE LA AGENDA ECONÓMICA

Además de la agenda económica y financiera global, el GBM y el FMI vienen promoviendo con mayor fuerza el debate internacional sobre la necesidad de profundizar las reformas estructurales necesarias para asegurar un crecimiento sostenible (especialmente el mejoramiento del capital humano y físico, la explotación racional de los recursos naturales y la gestión del cambio climático), así como la creación de foros para impulsar marcos sociales y legales más equitativos y centrados en la calidad de vida.

En este marco, se pueden citar las sesiones sobre la estrategia de igualdad de género del GBM, la cual plantea políticas para acortar esta brecha y lograr mejores resultados en términos de desarrollo. Otro tema de interés mundial se refiere al cambio climático, especialmente las medidas globales necesarias para limitar el aumento de las emisiones de gases de efecto invernadero y ayudar a los países a prepararse para los cambios que ya no se pueden revertir. Debido a ello, el GBM está intensificando su trabajo en el ámbito de la mitigación, adaptación y gestión de riesgos de desastre e incorpora cada vez más un enfoque climático en sus actividades.

En cuanto a la participación del Perú en estos temas, el chef peruano Gastón Acurio participó en el panel “El futuro de los alimentos: vincular a los chefs con los productores para generar crecimiento, empleo y bienestar”, en la que abordó la formulación de un sistema alimentario con capacidad de adaptación al clima. Sobre la base de la experiencia de la adopción de la quinua en la gastronomía internacional durante los últimos 10 años, Acurio sugirió que es posible cambiar los comportamientos (y percepciones) del consumidor para facilitar la adaptación de los consumidores a los cambios y

exigencias del cambio climático. También propuso revisar las cadenas agrícolas y gastronómicas para identificar y resolver el desperdicio de alimentos, a fin de aprovechar eficientemente los recursos disponibles para contribuir a resolver los problemas de la desnutrición y la pobreza.

Asimismo, el BCRP y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), con asistencia del FMI y el Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES), organizó un concurso de ensayo titulado “Perú: Agenda Nacional Pendiente, una visión de los jóvenes”. El objetivo fue contribuir a crear conciencia entre la juventud sobre la urgencia de implementar un conjunto de reformas estructurales esenciales para garantizar un desarrollo equilibrado y sostenible. Los temas planteados fueron estabilidad y sostenibilidad macroeconómica, productividad e innovación, educación, género, medio ambiente e infraestructura.

LA IMAGEN DEL PERÚ

Las Reuniones Anuales del GBM y el FMI fueron una oportunidad única para demostrar que el Perú cuenta con la capacidad para organizar un evento de envergadura global; mostrar los atractivos de Lima y otros lugares del país; y, principalmente, presentar a los peruanos como una nación progresista y con una mística de responsabilidad y trabajo. Se espera que la opinión favorable proyectada por el Perú redunde en un aumento del turismo y las inversiones en los próximos años. Finalmente, además de apreciar las bondades del arte y la gastronomía locales, quienes visitaron el país durante el evento destacaron la calidez de la población local, demostrada, por ejemplo, en el compromiso y dedicación del numeroso cuerpo de jóvenes voluntarios que brindaron orientación y asistencia a los participantes. En conjunto, el Perú logró comunicar la imagen de un país guiado por políticas responsables, lleno de aspiraciones y dispuesto a superar las barreras para lograr un desarrollo integral.

GRUPO DE JÓVENES VOLUNTARIAS QUE BRINDARON ORIENTACIÓN Y ASISTENCIA A LOS PARTICIPANTES.



M

edidas de seguridad EN LAS TARJETAS DE CRÉDITO

ANIBAL GALARRETA*

En el Perú, el uso de las tarjetas de crédito se ha incrementado en un marco en el cual la industria viene aplicando medidas de seguridad que permiten minimizar potenciales casos de fraude. El presente artículo describe con fines de difusión las principales medidas adoptadas.

* Jefe de Proyecto de Información y Análisis Económico del BCRP.
anibal.galarreta@bcrp.gob.pe

EVOLUCIÓN DE LAS TARJETAS DE CRÉDITO

Este instrumento de pago registró una tendencia creciente en su uso por parte de la población. El número de tarjetas de crédito en situación activa de julio de 2015 respecto a julio de 2010 creció 30,7 por ciento, alcanzando los 8,0 millones¹ (ver Gráfico 1). Por su parte, el saldo de crédito de consumo con tarjeta de crédito tuvo un crecimiento de 117,4 por ciento en el mismo período, alcanzando los S/17 mil millones². Dicho saldo representa un tercio del crédito de consumo en julio de 2015.

CANALES PARA EL PAGO CON TARJETA DE CRÉDITO

Usualmente, en una transacción de pago con tarjeta de crédito, el cliente entrega su tarjeta al comercio para que la procese vía el punto de venta, viajando la información de la tarjeta y la del pago al sistema procesador, el que se contacta con el banco emisor de la tarjeta para el proceso de autorización de la transacción, que luego de obtenida, se comunica al comercio para que acepte el pago (ver Gráfico 2).

Adicionalmente, la tarjeta se puede utilizar en canales distintos al punto de venta, como son el cajero automático, internet y los dispositivos móviles.

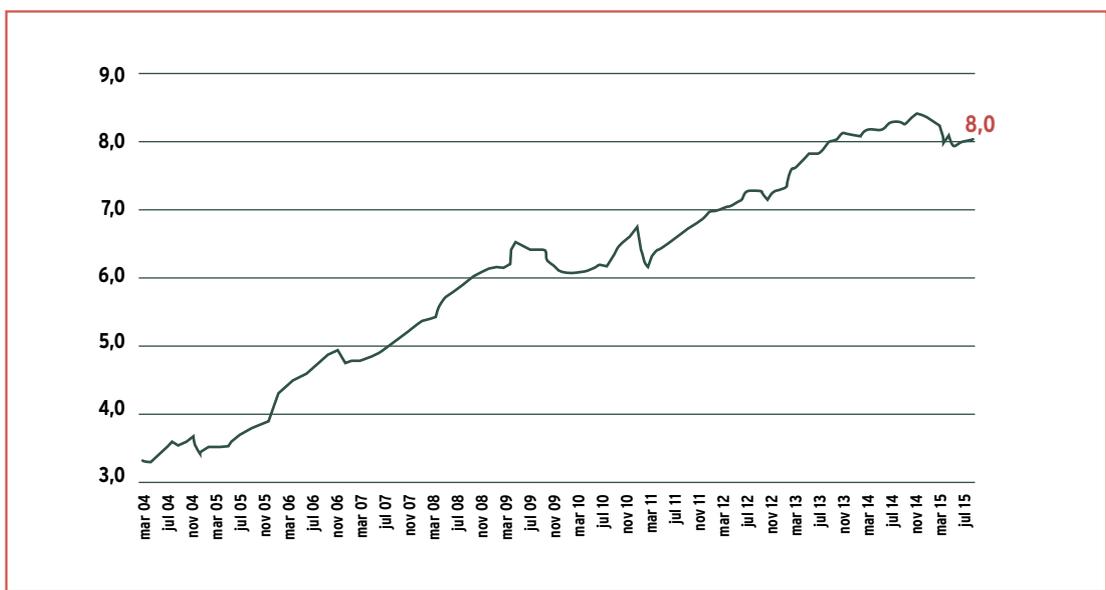
Cabe señalar que en los diversos canales, personas inescrupulosas pueden realizar acciones para llevar a cabo transacciones fraudulentas en perjuicio de los usuarios, como son la clonación,

el cambiazo, el *phishing*, el malware y las llamadas y mensajes telefónicos (ver Gráfico 3).

A continuación se describen dichos tipos de fraude:

- a) Clonación o *skimming*, con un *skimmer*³, al realizar una transacción desde un punto de venta o un cajero automático se roban datos de la banda magnética de la tarjeta y con esa información se genera una tarjeta falsa. Para concretar el fraude también se debe falsificar la firma del usuario.
- b) Cambiazo, un tercero, cambia o roba la tarjeta cuya clave ha observado y con ello realiza retiros de dinero desde cajeros automáticos a nombre del usuario.
- c) *Phishing*, se envían correos con enlaces a páginas web falsas, usando el nombre de entidades financieras, para obtener datos personales y de la tarjeta. Las modalidades de *phishing* son: (1) páginas web, (2) formularios de correo electrónico y (3) redes sociales.
- d) Malware, programa que se instala en la computadora del usuario, extrae sus datos y los envía automáticamente. Por lo general, se accede a estos programas desde páginas web vinculadas en correos falsos. Los principales tipos de malware son: (1) gusano, (2) virus y (3) troyano.

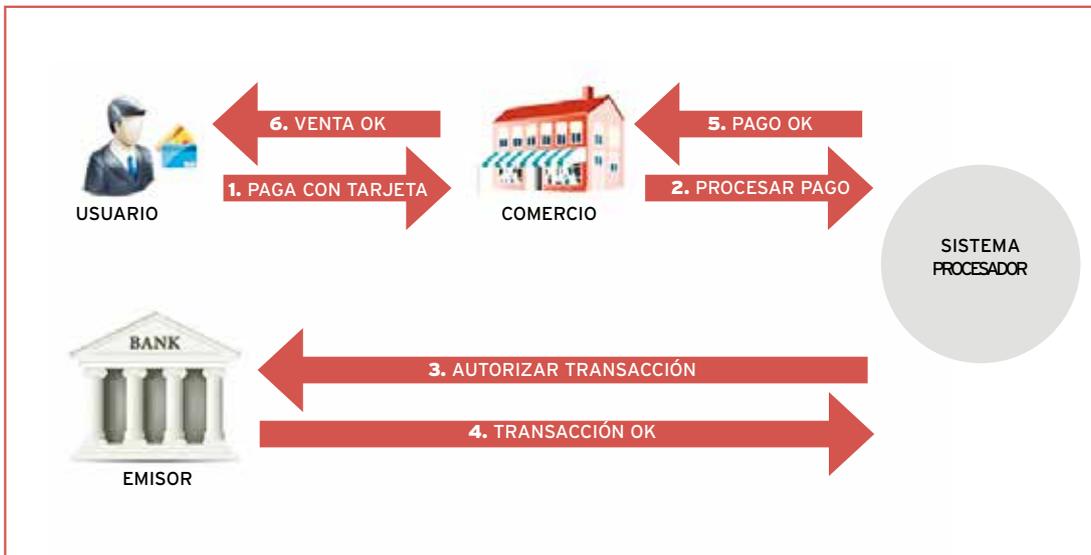
GRÁFICO 1 ■ Tarjetas de crédito activas en bancos y financieras (en millones)



FUENTE: ASBANC.
ELABORACIÓN: PROPIA.

1 SBS: Boletín Estadístico de Banca Múltiple y de Empresas Financieras al 31 de julio de 2015.
2 Notas de Estudios del BCRP N° 52 - 21 de agosto de 2015.
3 Dispositivo portátil de lectura y almacenamiento de datos.

GRÁFICO 2 ■ Flujo de pago con tarjeta de crédito



ELABORACIÓN: PROPIA.

- e) Llamadas y mensajes, el fraude a través de llamadas telefónicas se denomina *vishing*⁴ y por mensajes de texto *smishing*. Consiste en contactar al usuario para obtener datos personales y de la tarjeta.

Frente a ello, se está aplicando diversas medidas de seguridad para mitigar la ocurrencia de fraudes en tarjetas de pago.

MEDIDAS DE SEGURIDAD EN LAS TARJETAS DE CRÉDITO

Las principales medidas de seguridad implementadas en nuestro mercado para minimizar la ocurrencia de potenciales fraudes son las siguientes:

- a) **Uso de tarjetas de crédito con chip**⁵, es una medida efectiva debido a que la tecnología actual no permite la clonación del microprocesador y por ello reduce significativamente este tipo de fraude. Dicha medida se está aplicando por exigencia de las marcas⁶. Por su parte, los adquirentes vienen ofreciendo capacitación a los comercios para la lectura de estas tarjetas.
- b) **Envío de correos electrónicos y mensajes de alerta**, se envían alertas a una cuenta de correo electrónico o número celular del titular de la tarjeta cada vez que se realiza una transacción. Estas alertas pueden personalizarse para ser activadas cuando la operación supere un monto predeterminado

“ La industria está aplicando medidas de seguridad para minimizar potenciales casos de fraude ”

o cuando se realice fuera de alguna zona geográfica. Se está implementando esta medida, en algunos casos a solicitud del usuario, recibiendo éste un mensaje por correo electrónico informando el monto, comercio y fecha de la operación.

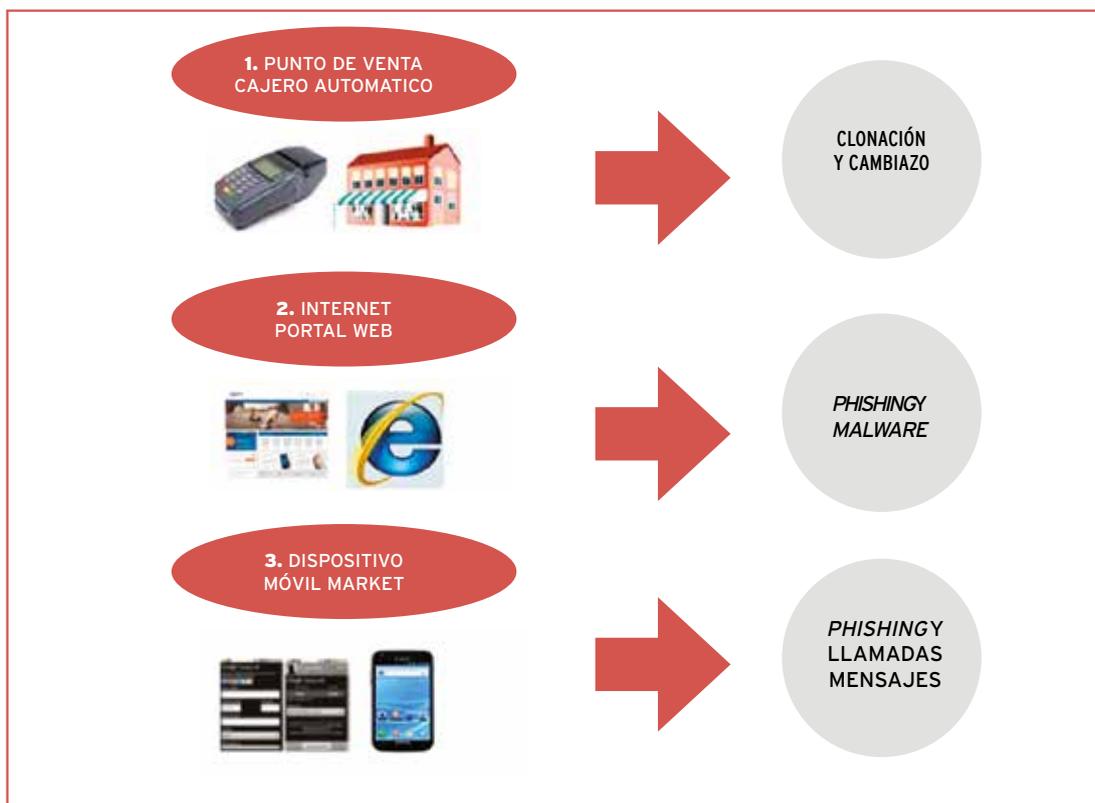
- c) **Bloqueo automático de tarjetas de crédito**, el titular de la cuenta programa el bloqueo automático de su tarjeta de acuerdo a parámetros que ha definido como activadores del bloqueo, tales como un límite de consumo, zona geográfica y hora de la operación. Algunos emisores están aplicando la medida a través de la verificación del consumo por parte del usuario.

⁴ Este concepto comprende el efecto del phishing pero aplicado a los sistemas de Voice over Internet Protocol (VoIP).

⁵ De acuerdo al estándar Europay, Mastercard, VISA (EMV).

⁶ Como por ejemplo, VISA Internacional.

GRÁFICO 3 | Tipos de fraude asociados a los canales



ELABORACIÓN: PROPIA.

- d) **Contratación de seguro por eventos de fraude**, cubre eventos de fraude en las tarjetas de pago del titular. Estos seguros se vienen aplicando bajo diversas modalidades. Algunos emisores lo ofrecen como un seguro optativo que cubre todas las tarjetas de pago del usuario contra distintos tipos de fraude. El seguro puede tener cobertura nacional o internacional o proteger una parte o toda la línea de crédito y aplicarse solo a un número de eventos de fraude al año.
- e) Mayor difusión de información sobre medidas de seguridad, el conocimiento sobre los riesgos y las medidas de seguridad para mitigarlos aporta a la toma de conciencia del usuario. Al utilizar cuidadosamente las tarjetas y datos personales, se reduce significativamente el riesgo potencial del instrumento de pago. Los emisores y adquirientes vienen informando sobre las medidas de seguridad y los riesgos potenciales a través de sus portales internet y otros medios.
- f) Mejor verificación de los comercios al momento de realizar el cobro, la disposición y entrenamiento del personal que opera los puntos de venta en los comercios favorece la

“ **Es importante** conocer las medidas de seguridad existentes para mitigar potenciales acciones fraudulentas ”

seguridad. Reconocer como falsos un DNI o la firma del usuario en el *voucher*, puede impedir que se concrete una operación fraudulenta. Los adquirientes están informando a los comercios sobre el buen uso del medio de pago. Asimismo, a través de líneas telefónicas se ofrece asistencia.

CONCLUSIONES

Es importante para las personas, en un contexto en el que el uso de las tarjetas de crédito se está incrementando, conocer las medidas de seguridad existentes para mitigar potenciales acciones fraudulentas.

P aridad de RIESGO

PRINCIPIOS DE INVERSIÓN Y RIESGOS SUBYACENTES

LUCERO RUIZ, CFA, FRM *

En agosto 2015, las expectativas menos favorables sobre el crecimiento de China y su impacto en el comercio mundial generaron retrocesos en algunos índices bursátiles. Además de ello, el potencial entorno de alza de tasas de interés de Estados Unidos podría contribuir a exacerbar la vulnerabilidad de algunas economías emergentes. En esta coyuntura, se han vertido opiniones sobre otros factores aceleradores de los flujos de liquidación como sería el caso de la otra hora célebre estrategia de paridad de riesgo.

* Chartered Financial Analyst (CFA).
Financial Risk Manager (FRM).
Especialista Senior, Políticas de Inversión
lucero.ruiz@bcrgob.pe

RECIENTE CONTROVERSIDA

En agosto de 2015, el principal índice bursátil de China continental (*Shanghai Composite Index-SSE 50*) perdió cerca de 12,5% tras haber experimentado un retroceso de 14,3% en el mes de julio. El punto más crítico de la liquidación de acciones del *Shanghai Stock Exchange* ocurrió el 24 de agosto, día que fuera luego denominado *Black Monday* debido a que la sesión cerró con una caída de 8,5%, el peor resultado desde 2007.

Algunos fundamentos que desencadenaron la caída del índice SSE 50 fueron la devaluación sorpresiva del yuan del 11 de agosto, la desaceleración de su actividad económica y la percepción de las intervenciones de mercado. Otros mercados bursátiles alrededor del mundo observaron un efecto contagio negativo como fue el caso de Estados Unidos, cuyo índice bursátil S&P 500 retrocedió 3,94% al cierre de la jornada.

Para explicar la intensidad de estas ventas, algunos gestores de portafolio señalaron que además de los fundamentos económicos existen algunas estrategias sistemáticas que habrían contribuido a exacerbar el flujo de liquidación de posiciones. Si se considera el efecto contagio sumado al efecto cascada de las estrategias con reglas de inversión automáticas, se podría delinear un argumento como el propuesto por Kolanovic (2015) quien señala como catalizador a las estrategias que ejecutan ventas automáticas como respuesta a cambios

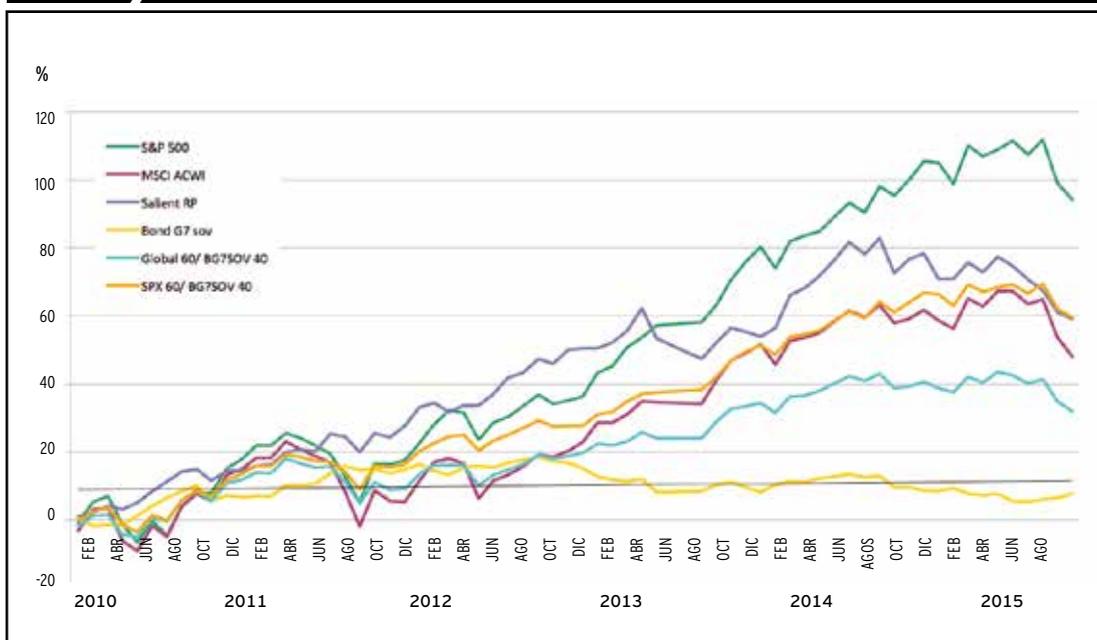
de volatilidad o a retrocesos de precios por debajo de niveles de stop-loss¹.

Bajo esta coyuntura, las estrategias de paridad de riesgo recibieron varias críticas debido a que en este enfoque la estructura de activos depende de las estimaciones de volatilidad y de correlación, así como del uso de posiciones apalancadas. Estas características incrementan el riesgo de un portafolio en un entorno de corrección a la baja.

El Gráfico 1 muestra los retornos acumulados del índice de *Salient Partners* construido bajo un enfoque de paridad de riesgo. Además se ilustra los índices del S&P 500, el MSCI ACWI, el de bonos soberanos del G7 y otros asociados a estrategias tradicionales². Entre mayo y junio 2013, periodo conocido como *taper tantrum*, las estrategias de paridad de riesgo sufrieron pérdidas asociadas a los saltos en la volatilidad de bonos y en la correlación entre acciones y bonos, lo cual forzó a una reducción de las posiciones apalancadas en bonos (*deleveraging*).

Aún si se considera el reciente episodio a la baja, todavía no existe evidencia concluyente de que una sobreacción en los mercados bursátiles responde a los mecanismos de rebalance de esta estrategia. En efecto, desde el 2013 se han observado cambios metodológicos: (i) extensiones de las ventanas de datos para el cálculo de volatilidades y correlaciones, (ii) incorporación de volatilidades proyectadas, (iii) mecanismos de cobertura más precisa mediante el uso de opciones. Con el objetivo de desmitificar el

GRÁFICO 1 ■ Comparación de Retornos Acumulados (% en US) Ene 2010 – Sep 2015



FUENTE: BLOOMBERG
Retorno total anualizado en el periodo: spx 13.14% ; Msci 8.13%; Bonos g7 1.31%; Paridad de riesgo 8.56%

¹ Kolanovic sostiene que varias de estas estrategias están construidas para mantener un nivel de protección del portafolio. En general, estas estrategias incorporan: niveles de venta forzada para evitar mayores pérdidas (stop-loss), el uso de futuros u opciones sobre índices bursátiles, posiciones apalancadas (e.g. Risk Parity), límites en volatilidad del portafolio (e.g. volatility targeting), estrategias CTAs (Commodity Trading Advisors), etc. Según Kolanovic, días previos al sell-off observó un incremento de las señales de venta sobre las opciones del S&P 500, la cual alcanzó un monto de venta de US\$ 25 mil millones por cada 1% de retroceso del índice bursátil (*Gamma hedging*).
² El MSCI ACWI es un índice que incluye acciones de mercados desarrollados y emergentes.

enfoque de paridad de riesgo describiré los principios de inversión y riesgo de estas estrategias.

CONTRIBUCIÓN AL RIESGO

La teoría de portafolio sugiere que al combinar clases de activos con crecimiento diversificado se podría mejorar el perfil riesgo retorno de un portafolio³. La construcción de carteras globales diversificadas supone que existen beneficios de una exposición a diferentes monedas, zonas geográficas, instrumentos y emisores.

Sin embargo, Beridze (2007) señala que durante las crisis financieras aumentan las correlaciones entre los retornos de distintas clases de activos por lo que el efecto contagio reduciría los beneficios de diversificación. Beridze indica como causales el incremento del riesgo sistemático, los mecanismos automáticos de rebalance de portafolios, entre otros factores⁴.

Por convención los portafolios se optimizan usando el monto invertido como una variable de control⁵. En cambio, el enfoque de paridad de riesgo propone que la estructura óptima sea tal que cada instrumento tenga la misma contribución al riesgo total del portafolio⁶.

La diferencia entre estos enfoques es evidente en el Gráfico 2. Imagine que existe un portafolio balanceado con iguales montos invertidos en acciones y bonos (50/50). Si este portafolio fuera reestructurado para lograr una paridad de riesgo, se cambiará los montos invertidos hasta que cada instrumento tenga una contribución idéntica al riesgo total del portafolio⁷.

En este portafolio hipotético, la racionalidad para buscar la paridad de riesgo proviene de la evidencia empírica de la dominancia de la volatilidad de las acciones sobre la varianza total de un portafolio. Por ello, la búsqueda de paridad de riesgo supone que se reduzca la participación de acciones para incrementar la de instrumentos menos volátiles como es el caso de los instrumentos de renta fija.

FUENTES DE RETORNO

El objetivo de inversión subyacente a las estrategias de paridad de riesgo implica cambiar el paradigma

tradicional de optimización sobre la base de los retornos esperados. Las estrategias de paridad de riesgo suponen que una administración de riesgos permitiría preservar mejor el capital a lo largo de los ciclos económicos por lo que la construcción de portafolio implica la estimación de métricas de riesgo como la volatilidad y correlación.

Para Dalio (2010), un portafolio gestionado frente a un benchmark se puede explicar de manera simple sobre la base de tres componentes:

1. **EFFECTIVO:** retorno de instrumentos del mercado monetario (*cash return*)⁸
2. **BETA:** retorno de mercado en exceso al retorno del efectivo⁹
3. **ALFA:** retorno explicado por las desviaciones activas del gestor del portafolio¹⁰

Por lo general, las estrategias de paridad de riesgo tienen dos supuestos: (i) las inversiones en activos riesgosos tienen un mejor desempeño que los instrumentos del mercado monetario debido a que existe, al menos en el largo plazo, una relación directa entre riesgo y retorno; (ii) los precios de los activos descuentan los escenarios futuros de la economía.

Bajo este marco, este enfoque supone que el componente beta relacionado a la asignación estratégica de activos es más significativo para explicar los retornos de un portafolio en el largo plazo¹¹. Existen varios estudios que ofrecen evidencia empírica sobre la importancia de la asignación estratégica de activos. Brinson et al. (1991) observaron que la variabilidad de retornos estaría explicada en un 91,5% por la estructura del benchmark, 4,6% por la selección individual de inversiones, 1,8% por el market-timing, entre otros factores.

En la actualidad, algunos fondos de pensiones e inversionistas institucionales utilizan “enfoques beta” como parte de sus políticas de inversión de largo plazo. En una encuesta a 300 inversionistas institucionales, State Street Global Advisors (2014) encontró que 41,7% de los participantes declaró tener invertida por lo menos una porción de su portafolio en estrategias beta. Según la misma encuesta, esta estrategia es más popular entre los fondos de pensiones belgas, holan-

³ Las estrategias con crecimiento diversificado tienen como objetivo alcanzar un retorno total absoluto no menor a la tasa de inflación o a la tasa de interés de instrumentos del mercado monetario. Para ello, el gestor de portafolio accede a un universo de clases de activos más amplio que incluye tanto activos tradicionales como alternativos.

⁴ Schinasi et al. (2000) sostienen que la teoría de portafolio explica por qué ante un shock adverso, un inversionista optimizaría su portafolio al reducir su exposición a activos riesgosos. A nivel macro, este comportamiento generaría, a su vez, un efecto contagio de venta sostenida de activos riesgosos (*sell-off*).

⁵ La participación de cada instrumento se calcula como el valor de mercado invertido en un instrumento dividido por el valor de mercado total del portafolio.

⁶ Esta estrategia también se denomina *Equal Risk Contribution* (ERC).

⁷ En un portafolio de dos instrumentos, el sistema cuadrático de ecuaciones de las varianzas de contribución (Σ_i) se define como: $\Sigma_a = w_a^2 \cdot \sigma_a^2 + w_b \cdot (1 - w_a) \cdot \rho \cdot \sigma_a \cdot \sigma_b$ para las acciones y $\Sigma_b = (1 - w_a)^2 \cdot \sigma_b^2 + w_a \cdot (1 - w_a) \cdot \rho \cdot \sigma_a \cdot \sigma_b$ para bonos. El sistema se resuelve cuando $\Sigma_a = \Sigma_b$, siendo la participación por monto invertido (w_a) de acciones $w_a = \frac{\sigma_{\text{bonos}}}{\sigma_{\text{acciones}} + \sigma_{\text{bonos}}}$.

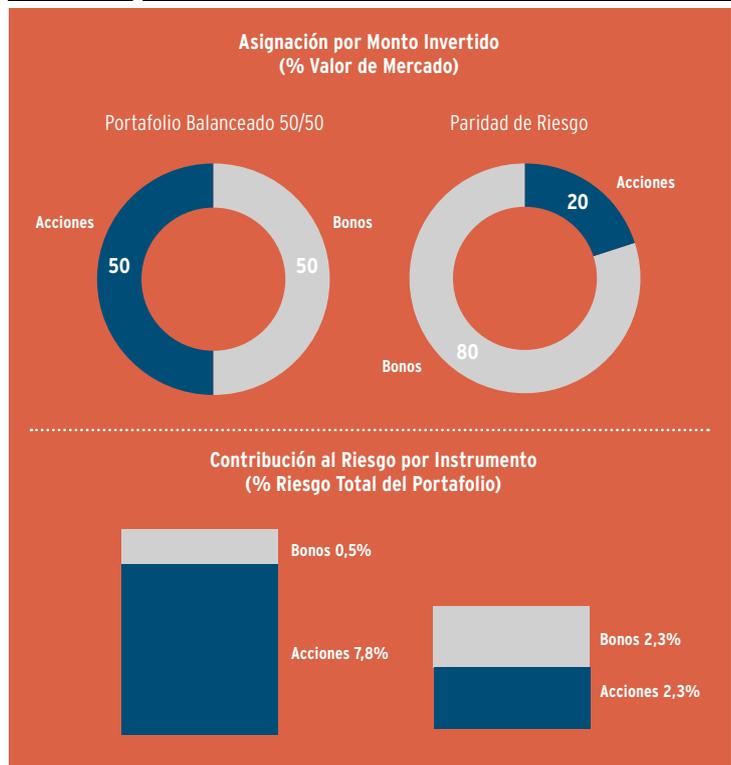
⁸ El retorno del efectivo está vinculado al nivel de la tasa de referencia determinada por el Banco Central, por ellos este enfoque propone que al ser una fuente de retornos exógena, el inversionista no tiene control sobre este componente.

⁹ La suma del retorno de efectivo y del componente beta equivale al retorno del portafolio de referencia (*benchmark*).

¹⁰ Según Grinold (2000), la gestión activa genera valor mediante el rebalance (*benchmark timing*) y con la selección de acciones (*stock selection*). El momento de rebalance se refiere a la distribución de capital entre el benchmark y el efectivo, lo cual difiere de la asignación de activos (*asset allocation*) que incluye la distribución en varias clases de activos.

¹¹ Una práctica común para evaluar el desempeño por factores de riesgo es subdividir el componente beta según el tipo de riesgo implícito. Así, el beta núcleo compensaría por el riesgo de mercado asumido y el beta alternativo por otros factores de riesgo sistemáticos como el nivel de las tasas de referencia del Banco Central, inflación, condiciones del mercado de crédito, etc.

GRÁFICO 2 ■ Diferencia entre monto invertido y contribución al riesgo



CUADRO 1 ■ Mapa de entorno económico

		FUNDAMENTOS MACROECONÓMICOS	
		Crecimiento económico	Inflación
EXPECTATIVAS DE MERCADO	Al Alza	Acciones Commodities Bonos Corporativos Deuda Mercados Emergentes	Bonos indexados a la Inflación Commodities Deuda Mercados Emergentes
	A la Baja	Bonos Nominales Bonos Indexados a la Inflación	Acciones Bonos Nominales

FUENTE: BRIDGEWATER (2010).

dés y alemanes¹². JP Morgan sostiene que los fondos de paridad de riesgo más grandes a nivel global tienen en conjunto cerca de US\$ 100 mil millones AUM¹³.

FUNDAMENTOS Y ENTORNOS ECONÓMICOS

Este enfoque considera que el precio de los instrumentos financieros está determinado por dos fundamentos: (i) las primas de riesgo, (ii) los cambios no anticipados de la economía. Bajo esta visión simplificada, el objetivo de la asignación estratégica de activos sería capturar las primas de riesgos en tanto que permitan, a su vez, minimizar el riesgo asociado a cambios no esperados en los fundamentos macroeconómicos.

Si bien existen múltiples variables que afectan el precio de cada clase de activo, este enfoque propone que cuando el portafolio sólo incluye acciones y bonos se puede facilitar la formulación de expectativas sobre la base del impacto del nivel de actividad económica y de la inflación. Estas relaciones precio-fundamento se asumen como reglas sencillas sobre el futuro desempeño del instrumento.

En la versión clásica de este enfoque, las relaciones precio-fundamento para acciones y bonos asumen que: (i) existe una correlación positiva entre el precio de las acciones, las ganancias de las empresas y el crecimiento económico; (ii) la actividad económica, las expectativas de inflación y las tasas de interés nominales tendrían una relación directa; (iii) la relación entre el precio de los bonos y el nivel de actividad económica es inversa; (iii) cambios en la inflación hacen que el precio de las acciones y el de los bonos nominales se muevan en la misma dirección. Debido a que estas relaciones se asumen persistentes, se espera que al lograr la paridad de riesgo entre ambas clases de activos se minimice el impacto de las sorpresas económicas.

Por ejemplo, un portafolio balanceado con igual porcentaje de acciones y bonos (50/50) será más vulnerable a la desaceleración económica debido a que la contribución al riesgo total del portafolio está dominada por la volatilidad de las acciones. Para evitar este resultado, las estrategias de paridad de riesgo otorgan mayor participación a los instrumentos de menor volatilidad. Para mantener esta paridad de riesgo, el rebalance de posiciones implica el uso de apalancamiento y a veces el uso de opciones o futuros.

Según Dalios, este enfoque considera cuatro entornos económicos cada uno con una probabilidad de ocurrencia de 25%. Por ello, estimar pronósticos de retornos para cada clase de activo se supone que tendría menor valor agregado. La Tabla 1 muestra algunas clases de activos organizadas dentro del entorno económico en el cual tendrían un desempeño favorable.

A nivel corporativo, el enfoque de paridad de riesgo se puede utilizar para coberturar posiciones. Por ejemplo, si se tiene una posición larga en acciones, cuyos retornos están positivamente correlacionados con el crecimiento económico, se sugiere tomar posiciones en instrumentos cuyo precio se mueva en dirección opuesta al nivel de actividad económica como los bonos nominales o indexados a la inflación.

RIESGOS SUBYACENTES

Existen limitaciones estadísticas en la implementación de la versión clásica de este enfoque. Por ejemplo, debido a que la estructura del portafolio se construye sobre la base de un escenario histórico específico, el resultado podría no ser completamente representativo de la distribución real de retornos (*sample risk*).

¹² Para Kang et al (2014), el creciente interés responde a la percepción de que los índices de referencia serían ineficientes y que las reglas de construcción podrían estar en conflicto con su filosofía de inversión.
¹³ Assets under management.

En el proceso de optimización, los retornos y volatilidades suelen estimarse a partir de ventanas móviles lo cual lleva al riesgo de determinar asignaciones no compatibles con la contribución al riesgo total efectiva (*non stationarity risk*). Por ejemplo, la volatilidad de algunos activos puede ser cambiante a lo largo de los ciclos económicos. En ese caso, si la muestra de datos sólo incluye retornos de un periodo de baja volatilidad, el portafolio tendería a asignar ex ante una mayor participación a este instrumento. Sin embargo, una vez se construye el portafolio, la contribución efectiva al riesgo total del portafolio podría llegar a ser mayor a la deseada si la volatilidad de dicho instrumento se incrementa ex post.

En particular, la concentración en bonos es sujeta a mayor escrutinio ya que se ha incrementado el riesgo de corrección a la baja (*downside risk*) ante la mayor expectativa del inicio de un ciclo de política monetaria restrictiva en Estados Unidos¹⁴.

Ante estas limitaciones, ya han surgido variantes al enfoque clásico o “incondicional”, las cuales buscan mejorar el poder predictivo de las estimaciones de volatilidad. El principal recurso para mejorar la estimación del riesgo radica en vincular variables observables (e.g. duración, volatilidad y rendimientos efectivos) a los pronósticos de volatilidades. Otra opción consiste en incorporar métricas de asimetría y curtosis, las cuales no asumen la normalidad de retornos (e.g. la expansión del *Value-at-Risk* de Cornish & Fisher)¹⁵.

DESAFÍOS ANTE UN NUEVO RÉGIMEN

Las estrategias de paridad de riesgo habrían tenido un buen desempeño en las últimas dos décadas, lo cual se explicaría principalmente por dos condiciones de mercado: (i) los niveles de volatilidad relativamente bajos, (ii) los bajos niveles del costo de financiamiento de las posiciones apalancadas. Un nuevo régimen con incrementos en la tasa de referencia hace más complejo el logro de estas condiciones.

La crítica más común surge del rebalance de posiciones que se activa cuando existen cambios sustantivos en la volatilidad de las diferentes clases de activos. Para mantener la paridad de contribución al riesgo, estas carteras se concentran en instrumentos históricamente menos volátiles como los bonos. Así, los gestores de portafolio que implementan estas estrategias tendrán una mayor ponderación en bonos frente a administradores de portafolio tradicionales, posición que sería riesgosa ante incrementos de tasas.

Para los inversionistas institucionales conservadores cuyo universo de activos está conformado

principalmente por emisores soberanos, las estrategias de paridad de riesgo podrían no ser suficientes para alcanzar un grado óptimo de diversificación. Brennan et al. (2011) encontraron evidencia de que entre el 75% y el 80% de los retornos esperados de bonos de gobierno de países del G7 estaría explicado por factores de riesgo globales como resultado del mayor grado de integración de los mercados globales¹⁶.

Además, la implementación de esta estrategia exige la viabilidad del apalancamiento para acceder a una mayor exposición en renta fija por lo que habría un efecto multiplicador del riesgo de mercado sobre todo ante sustanciales alzas en la tasa de interés. Por otro lado, algunos inversionistas utilizan posiciones en futuros o en opciones para reestructurar las contribuciones de riesgo de cada activo. Por ello, algunos inversionistas institucionales no podrían implementar a plenitud este enfoque en caso sus políticas de inversión prohíban las posiciones apalancadas o el uso de derivados.

CONCLUSIONES

La idea básica detrás del enfoque de paridad de riesgo es construir un portafolio que se comporte como si fuera un instrumento “libre de riesgo” pero que incluya varias clases de activos tal que sus funciones de precio tengan cambios direccionales complementarios a nivel agregado. Con este objetivo, propone que se asigne un mismo nivel de riesgo de mercado a cada clase de activo y se apalanque el portafolio hasta alcanzar un nivel objetivo de volatilidad o mejorar el perfil de retornos.

Si bien las estrategias de paridad de riesgo pueden tener reglas sistemáticas y por ende podrían generar ventas automáticas de activos, la cuota de mercado de este tipo de fondos es todavía relativamente baja. En la práctica, estos portafolios tienen un alto nivel de riesgo de tasa de interés debido a que suelen concentrarse en bonos nominales¹⁷.

REFERENCIAS

- Beridze, Lado (2007). Economics of Emerging Markets.
- Brennan, Myles; Kobar, Adam and Rustaman Vidhya (2011). Diversifying Market and Default Risk in High Grade Sovereign Bond Portfolios.
- Brinson, Gary; Singer, Brian; y Beebower Gilbert (1991). Determinants of Portfolio Performance II: An Update. Financial Analysts Journal.
- Dalio, Ray (2010). Engineering Targeted Returns & Risks. Bridgewater Associates.
- Grinold, Richard y Kahn, Ronald. (2000). Active Portfolio Management: A quantitative approach for producing superior returns and controlling risk.
- Kang, Xiaowei and Ung, Daniel (2014). Consideraciones prácticas de la asignación de activos basada en factores de riesgo. S&P Dow Jones Índices.
- Kolanovic, Marko. (2015). August 24th Crash: Derivatives Gamma, HFT Liquidity Disruption and Market Dislocations. JP Morgan.
- Schinasi, Garry and Smith, R. Todd (2000). Portfolio Diversification, Leverage, and Financial Contagion. International Monetary Fund.
- State Street Global Advisors (2014). Beyond Active and Passive. Advanced Beta comes of Age.

¹⁴ En efecto, los niveles de tasas de interés tan bajos incrementan el impacto negativo ante una corrección a la baja de los bonos debido a que el monto invertido se estima en función de las métricas móviles de volatilidad reciente que son más elevadas.

¹⁵ La principal crítica a los indicadores de riesgo simétricos radica en que estas métricas subestiman la frecuencia y el monto de las pérdidas potenciales. La inclusión de parámetros de tercer y cuarto orden supone una mayor precisión.

¹⁶ Según este estudio, los factores locales explicarían entre el 20% y 25%, por lo cual no se puede considerar a estos mercados como totalmente integrados en tanto todavía existen beneficios marginales de diversificación.

¹⁷ El éxito inicial que experimentó este enfoque se debió principalmente a la apreciación de bonos, tendencia que podría corregirse ante un cambio de política monetaria.

Gestión de portafolios de inversión en activos de RENTA FIJA

OMAR PINEDO*

Se presenta la gestión de portafolios de inversión en activos de renta fija como un proceso y se describe cada una de las actividades que lo componen. Asimismo, se analizan los distintos estilos de inversión, definidos principalmente por el grado de autonomía brindado al administrador del portafolio, y se concluye con una breve discusión que aborda la posibilidad de obtener retornos por encima del mercado, recomendaciones para el público que busca rentabilizar sus excedentes, la gestión de fondos de pensiones y la gestión de reservas internacionales.

* Especialista en Análisis Táctico de Inversiones Internacionales
omar.pinedo@bcpr.gob.pe

1. GESTIÓN DE PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN EN ACTIVOS DE RENTA FIJA

Basándose en el marco teórico propuesto por Maginn y Tuttle¹, Fabozzi² define la gestión de portafolios de inversión como un proceso que consta de las siguientes actividades:

1.1. Definir los objetivos de inversión

Los objetivos de inversión suelen estar definidos en función del retorno esperado, el nivel de tolerancia al riesgo, y las necesidades de flujos de caja del inversionista. Cuantitativamente, estos se traducen en un portafolio que servirá como una referencia para la evaluación de la gestión, en adelante, *benchmark*.

Algunos inversionistas definen el *benchmark* en función de sus obligaciones financieras futuras, teniendo como objetivo principal asegurar su cumplimiento, y como objetivo secundario maximizar la diferencia entre el valor del portafolio y el valor actual de la obligación. Esta forma de definir los objetivos de inversión suele ser adoptada por fondos de pensiones; entidades que reciben depósitos del público, como bancos comerciales; y *hedge funds* apalancados³.

Otros inversionistas, por lo general sin obligaciones financieras, definen el *benchmark* como un índice del mercado de bonos que comprenda el universo de posibilidades de inversión en renta fija al que podría acceder el inversionista, dados sus niveles de retorno esperado y tolerancia al riesgo. Este *benchmark* debe estar compuesto por activos identificables, que se puedan obtener en el mercado. Las proporciones de los activos deben ser claras y debe ser posible calcular periódicamente el retorno del portafolio. Luego, el *benchmark* debe ser consistente con el estilo de inversión del administrador del portafolio, con lo cual se maximiza el conocimiento e información acerca de los tipos de activos incluidos en el *benchmark*. Por último, el *benchmark* debe ser definido antes de iniciar el periodo en el que será evaluado el administrador del portafolio.

1.2. Desarrollo e implementación de una estrategia de inversión

Consiste en desarrollar un documento con lineamientos de inversión claros para el administrador del portafolio, seleccionar un tipo de estrategia de inversión, contrastar las propias expectativas con las expectativas del mercado sobre variables clave de la economía y los mercados financieros, y, sobre la base de todo lo anterior, construir el portafolio.

El tipo de estrategia puede ser activa o pasiva, distinguiéndose por la magnitud de la desviación res-

pecto al *benchmark* permitida al administrador. En el caso del inversionista orientado al cumplimiento de obligaciones, las estrategias son eminentemente pasivas. La estrategia más empleada es la inmunización del portafolio, y busca equilibrar la exposición al riesgo de tasas de interés (duraciones parciales) de los pasivos con los del portafolio. En el caso del inversionista cuyo *benchmark* es un índice existe un continuum entre la indexación pura, que compra exactamente todos los papeles del *benchmark* en las mismas proporciones que este, y la gestión activa irrestricta, que puede comprar activos totalmente diferentes a los incluidos en el *benchmark*.

1.3. Supervisión y ajustes al portafolio

La supervisión implica verificar si algún cambio en el mercado sugiere que alguna de las suposiciones clave para la construcción del portafolio no vaya a realizarse, e implica evaluar el desempeño del portafolio. En el caso de las estrategias pasivas, el desempeño se evalúa mediante el error de réplica (el cuadrado de las diferencias entre el retorno del portafolio y el retorno del índice), el cual se espera que sea muy cercano a cero. En el caso de las estrategias activas, se evalúa el retorno por encima del retorno del *benchmark*. El ejercicio de la atribución del desempeño, que consiste en identificar qué desviaciones respecto del *benchmark* fueron las que generaron el retorno en exceso, es la parte final de la supervisión del portafolio.

Por último, los ajustes al portafolio consisten en el rebalance del portafolio, los cuales tienen el objetivo ajustar el portafolio a las proporciones deseadas entre clases de activos, la reconstrucción del portafolio en caso de una variación severa de las suposiciones clave en su construcción, y el cambio de administrador del portafolio si no consigue los objetivos planteados en un lapso suficiente.

2. GRADOS DE AUTONOMÍA EN LA ADMINISTRACIÓN DEL PORTAFOLIO

En los portafolios administrados contra un índice existe un continuo de estrategias que se diferencian en el grado de autonomía permitido al administrador del portafolio para desviarse respecto del *benchmark*. Esta desviación usualmente es medida como el error de réplica proyectado del portafolio. Basándonos en lo propuesto por Volpert², podemos dividir el espectro de estrategias en:

2.1. Indexación pura

Esta estrategia pasiva consiste en comprar todos los papeles comprendidos por el índice en las mismas proporciones relativas. Este enfoque es el del mínimo riesgo relativo (menor error de réplica),

¹ (Maginn, Tuttle, McLeavey, & Pinto, 2007) Capítulo 1: The Portfolio Management Process and the Investment Policy Statement.

² (Fabozzi, Fixed Income Analysis, 2007) Capítulo 16: Introduction to Bond Portfolio Management.

³ Fondos de inversión con perfiles de alto riesgo. Por lo general, su nivel de apalancamiento (endeudamiento/patrimonio) es muy elevado debido a que no está limitado por el regulador financiero.

pero también el de menor retorno neto esperado, puesto que el retorno del portafolio siempre será menor al retorno del *benchmark* debido a los costos transaccionales, las comisiones del custodio y la cámara de compensación, y los honorarios del administrador del portafolio. Aun así, no siempre es posible realizar una indexación pura de forma razonable, especialmente en mercados de renta fija de agencias gubernamentales, de renta fija hipotecaria y de bonos corporativos. Esto debido a la imposibilidad de conseguir algunos papeles que componen el índice, sea porque forman parte de un portafolio de largo plazo de algún inversionista que no está dispuesto a venderlo o porque son ofrecidos a un costo excesivo.

2.2. Indexación mejorada: idénticas exposiciones a los factores de riesgo

Esta estrategia pasiva consiste en replicar las exposiciones a los factores de riesgo del índice. Esto se logra invirtiendo en una submuestra del universo de bonos del índice, ponderándolos de forma tal, que tenga idénticas duraciones parciales, proporción asignada a cada sector económico, proporción asignada a los distintos tipos de calidad crediticia, y exposición a riesgo de prepago (bonos redimibles o estructuras hipotecarias). Emplear una menor cantidad de instrumentos significa que la implementación y mantenimiento generarán menores costos transaccionales, pero esto mismo significa una mayor dificultad para obtener exposiciones idénticas al *benchmark*. A pesar del mayor error de réplica generado por esta estrategia, gracias a sus menores costos transaccionales nos brinda un retorno neto más cercano al retorno del índice.

2.3. Indexación mejorada: pequeñas desviaciones en las exposiciones a los factores de riesgo

Esta estrategia consiste en permitir pequeñas desviaciones en las exposiciones a los factores de riesgo con el objetivo de cubrir los gastos asociados a la administración del portafolio. Generalmente se replica la exposición a las duraciones parciales del índice, pero se permite ligeras diferencias en las ponderaciones entre calidades crediticias y sectores económicos del emisor. Ya que las desviaciones son muy pequeñas y su impacto en el error de réplica es muy bajo, esta estrategia se sigue considerando como pasiva.

2.4. Gestión activa: fuertes desviaciones en las exposiciones a los factores de riesgo

El objetivo de las fuertes desviaciones respecto al *benchmark* es el de generar retornos por encima de los del *benchmark* (retornos en exceso). Estas des-

viaciones pueden consistir en pequeñas inversiones en sectores no contemplados en el índice (aunque permitidos en los lineamientos de inversión), apuestas de movimientos y deformaciones de la curva de rendimientos, y apuestas al desempeño relativo de distintas calidades crediticias. Las diferencias en las exposiciones son resultado de una diferencia entre las expectativas del administrador del portafolio y el consenso de mercado respecto a variables económicas y financieras clave. Aún con todo esto, el error de réplica proyectado no puede superar un umbral estipulado en los lineamientos de inversión.

Lamentablemente, los esfuerzos realizados para conseguir este retorno en exceso implican un costo mayor en términos de honorarios del administrador del portafolio. Por lo general, este incremento en los costos es el responsable de que los fondos de estrategias activas obtengan, en promedio, un retorno neto inferior al promedio de los fondos de estrategias pasivas.

2.5. Gestión activa irrestricta

Estrategia agresiva que permite grandes apuestas de duración y sectores. El administrador puede tener todo en cash o estar apalancado, concentrarse en un solo sector económico o una sola calidad crediticia con el objetivo de generar altos retornos en exceso. Estas desviaciones masivas respecto del *benchmark* generan altos errores de réplica proyectados. No hay limitaciones al error de réplica en el que el administrador puede incurrir.

Los beneficios de las estrategias de administración pasiva son principalmente la diversificación y bajos costos. Dado que buscan seguir muy de cerca el retorno generado por el mercado en su conjunto (o por el segmento del mercado al que buscan imitar), es muy difícil para fondos activos superar, en neto, el retorno conseguido por las estructuras pasivas. Esto debido a que los administradores activos enfrentan estructuras de costos más altas, propias del mayor esfuerzo analítico requerido para la identificación de oportunidades de inversión, y a que el retorno del mercado en su conjunto suele ser bastante competitivo. De acuerdo con Fabozzi⁵, los honorarios cobrados por administradores pasivos van de 1pb a 20pb, mientras que el cobrado por los administradores activos fluctúa entre 15pb y 50 pb⁶. Por último, una ventaja adicional de las estrategias pasivas es el beneficio psicológico de permitirle al inversionista concentrarse en la asignación estratégica de activos.

3. CONCLUSIÓN

La gestión de portafolios de inversión no se reduce al grado de autonomía otorgado al administrador del portafolio, sino que es un proceso que com-

⁴ (Fabozzi, *The Handbook of Fixed Income Securities*, 2012) Capítulo 49: Introduction to Bond Portfolio Management.

⁵ (Fabozzi, *Fixed Income Analysis*, 2007) Capítulo 18: *Managing Funds against a Bond Market Index*.

⁶ Los costos promedio presentados por Fabozzi son de administradores de EEUU.

“ Las estrategias de inversión pasivas tienen estructuras de costos sustancialmente más bajas que las activas ”

prende muchas otras actividades. La designación de un *benchmark* idóneo, por ejemplo, tiene un impacto mucho más profundo en los resultados obtenidos. No tiene sentido ganarle al mercado si lo que necesitamos es asegurar el cumplimiento de una obligación financiera futura. Tampoco tiene sentido ganarle a un *benchmark* compuesto por instrumentos de muy corto plazo si estamos en la capacidad de tolerar combinaciones de riesgo-retorno sustancialmente mayores.

Por otra parte, el desarrollo de los modelos de factores de riesgo ha brindado una mejora sustancial a las estrategias pasivas de indexación. El modelo de factores supera ampliamente a los modelos antiguos de regresión de los retornos del índice contra los retornos de un subconjunto de bonos (minimización directa del error de réplica) en la robustez fuera de la muestra, y es mucho más eficiente que los modelos de celdas (también llamados muestreo estratificado) en la minimización del error de réplica. Este desarrollo ha brindado a los fondos pasivos una importante reducción de costos acompañado de un aumento en la eficiencia al reproducir los retornos del *benchmark*.

Luego, a pesar del desarrollo de mejores técnicas para la predicción de la volatilidad de las variables financieras (por ejemplo el GARCH) y para la predicción del desarrollo de las variables económicas (por ejemplo el modelo dinámico libre de arbitraje de Nelson y Siegel), estas técnicas siguen adoleciendo de un bajo poder predictivo. Las estrategias de gestión activa suelen descansar en la predicción precisa de estas variables y en las oportunidades de arbitraje estadístico que se puedan identificar (las cuales no suelen ser muchas). Es por estas razones que sigue siendo muy difícil compensar el costo incurrido al realizar el esfuerzo analítico que implica la gestión activa.

Finalmente, la literatura académica favorece ampliamente la utilización de estrategias pasivas para la gestión de portafolios de renta fija; sin embargo, los últimos hallazgos de persistencia en los excesos de retorno brindan sustento a la búsqueda

y elección de administradores de portafolio con habilidades superiores al resto. En este sentido, el debate académico acerca del valor que pueda añadirle la gestión activa a un inversionista diligente sigue abierto.

En general, dado que no es claro el valor que puede añadir la administración activa de un portafolio de renta fija, la recomendación sería emplear una estrategia pasiva, preferiblemente una que haga uso de la indexación mejorada, con la finalidad de minimizar costos, concentrar esfuerzos en el resto de actividades del proceso de gestión del portafolio de inversión y asegurar la consecución de los objetivos inicialmente planteados.

Para el público que quiere invertir sus excedentes, esto significaría invertir en un fondo de inversión de estrategia pasiva cuyo *benchmark* presente características de riesgo y retorno tolerables. Sería recomendable que, antes de elegir invertir en un fondo específico, se contrate asesoría profesional que ayude en la elaboración de los lineamientos de inversión específicos y el resto del proceso de inversión. La elección del fondo sería un resultado natural del proceso de inversión.

A la luz de esta revisión de conceptos fundamentales de la administración de inversiones, es preocupante la ausencia de un *benchmark* en el sistema actual de administración de fondos de pensiones. En consecuencia, los inversionistas se encuentran en una total incertidumbre sobre la realización de sus objetivos de inversión (en este caso, la obtención de una pensión razonable) y, adicionalmente, se vuelve imposible una adecuada medición del desempeño de los administradores, tanto en riesgo como en retorno.

BIBLIOGRAFÍA

- Amenc, N., Malaise, P., Martellini, L., & Sfeir, D. (2003). Evidence of Predictability in Bond Indices and Implications for Fixed-Income Tactical Style Allocation Decisions. EDHEC Publications, 1-17.
 - Bajo, M., & Rodríguez, E. (2013). Gestión activa de carteras de renta fija: un enfoque práctico (1 ed.). Colección Estudios & Investigación.
 - Blake, C. R., Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1993). The Performance of Bond Mutual Funds. The Journal of Business, 371-403.
 - Boney, V., Comer, G., & Kelly, L. (2009). Timing the investment grade securities market: Evidence from high quality bond funds. Journal of Empirical Finance, 55-69.
 - Cheng, Y., Ferson, W., & Peters, H. (2010). Measuring the timing ability and performance of bond mutual funds. Journal of Financial Economics, 72-89.
 - Fabozzi, F. J. (2007). Fixed Income Analysis (2 ed.). Wiley & Sons.
 - Fabozzi, F. J. (2012). The Handbook of Fixed Income Securities (8 ed.). McGraw-Hill.
 - Huij, J., & Derwall, J. (2008). "Hot Hands" in bond funds. Journal of Banking & Finance, 559-572.
 - Maginn, J. L., Tuttle, D. L., McLeavey, D. W., & Pinto, J. (2007). Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process (3 ed.). Wiley & Sons.
 - Martellini, L., Priaulet, P., & Priaulet, S. (2003). Fixed Income Securities (1 ed.). Wiley & Sons.
 - Polwittoon, S., & Tawatnuntachai, O. (2006). Diversification benefits and persistence of US-based global bond funds. Journal of Banking & Finance, 2767-2786.
 - Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (1995). Investments (5 ed.). Prentice Hall.
-

Impactos de El Niño en el PERÚ

ALEX CONTRERAS*, MARTÍN MARTÍNEZ**
Y KETTY VÁSQUEZ***

El Niño es un fenómeno natural resultado de la interacción de las anomalías entre el océano y la atmósfera en las zonas oriental y central del Pacífico ecuatorial (Organización Meteorológica Mundial). El Perú, al tener sus costas en esa parte del Pacífico, es sensible a su impacto, el que variará de acuerdo a la intensidad del fenómeno y al grado de desarrollo de las labores de prevención de todos los agentes económicos, de la rapidez en la reconstrucción de la infraestructura dañada (sobre todo vial) y del efecto ingreso que pueda disminuir el gasto privado.

* Jefe del Departamento de Indicadores de la Actividad Económica
alex.contreras@bcrp.gob.pe

** Especialista del Departamento de Indicadores de la Actividad Económica
martin.martinez@bcrp.gob.pe

*** Especialista del Departamento de Indicadores de la Actividad Económica
ketty.vasquez@bcrp.gob.pe

En sus últimos comunicados, el Comité ENFEN, órgano encargado de monitorear el fenómeno El Niño, ha venido reduciendo la probabilidad de que El Niño alcance magnitudes extraordinarias este verano.

El fenómeno El Niño, constituye un riesgo por choque de oferta para la economía peruana. Cuando El Niño alcanza magnitudes extraordinarias destruye parte del *stock* de capital de la economía y afecta al flujo de la producción de bienes y servicios, todo lo cual genera impactos en el PBI potencial, amplificando los ciclos económicos.

La principal variable para el seguimiento de El Niño es el registro de las anomalías de la temperatura superficial del mar (TSM) en el océano Pacífico, que con fines de estudio se divide en cuatro regiones (Zonas El Niño), siendo la zona 1+2, la más próxima a la costa peruana y la más relevante, a diferencia de la zona 3,4 o 3.4 que tienen un menor impacto en nuestra región (ver Gráfico 1).

La intensidad de El Niño, se define en función al Índice Costero El Niño (ICEN)¹, ver Gráfico 2. Los últimos acontecimientos El Niño de magnitud extraordinaria se registraron en 1982-1983 y 1997-1998, con un ICEN máximo de 4,0 °C y 3,8 °C, respectivamente. La condición actual El Niño 2015, con un ICEN de 2,2 °C en octubre es consistente con un evento cálido de magnitud fuerte, sin presencia de lluvias intensas, pero con temperaturas en la costa sobre lo normal.

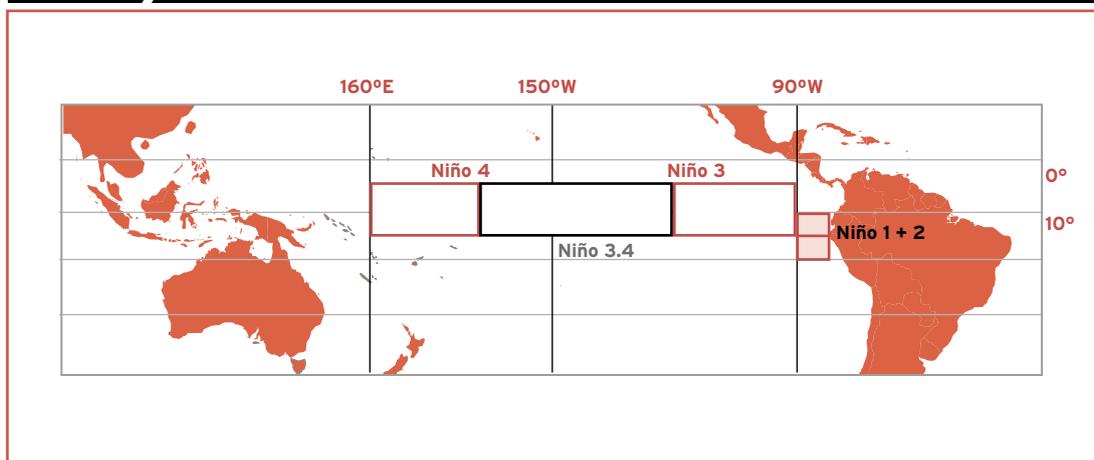
El Niño difiere según sus propias particularidades, “no hay dos eventos El Niño iguales” (oceanógrafo Klaus Wyrtki, 1975²). El Niño varía de acuerdo a la región del Océano Pacífico en que se presente, las anomalías en la temperatura superficial del mar (TSM), las precipitaciones, la humedad relativa y

la temperatura ambiente; asimismo, es relevante su fecha de ocurrencia en relación a los calendarios hidrológicos, agrícola y de reproducción de la anchoveta; la duración del período cálido y la situación de crisis o auge de los sectores económicos.

A nivel de manifestaciones de El Niño, las anomalías en la TSM según el Instituto del Mar del Perú (IMARPE) alcanzaron picos durante dos meses consecutivos de más de 10 °C en Paita en 1983 y cerca de 8°C en 1998; en la temperatura mínima del aire, según el Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología (SENAMHI), alcanzaron más de 8°C en ambos eventos, desde Chiclayo hasta Chimbote durante 1982-83, y desde Chiclayo hasta Huacho durante 1997-98. El nivel de precipitación en la costa norte fue superavitario en 3 000 mm, en ambos eventos; adicionalmente durante 1982-83 se experimentó un friaje acompañado de heladas y lluvias deficitarias en 50 por ciento³ de la sierra sur⁴. Así, la cobertura espacial de El Niño 1982-83 abarcó las regiones costa y sierra (concentrándose en Tumbes, Piura, Lambayeque, La Libertad y la sierra sur), a diferencia de El Niño 1997-98 que ocupó marcadamente la costa, desde Tumbes hasta Tacna.

La fecha de ocurrencia de las lluvias intensas coincidió con la campaña de siembras y cosechas (diciembre-junio), durante 1982-83, lo que implicó un mayor daño a la agricultura, principalmente en cultivos como papa, arroz, maíz, cebada, tomate y limón, productos con alto peso en la estructura productiva del sector. Situación contraria a la 1997-98 en la que las lluvias se concentraron en el primer trimestre, determinando menores pérdidas, afectando a la producción de caña de azúcar, algodón, uva y aceituna, con menor peso

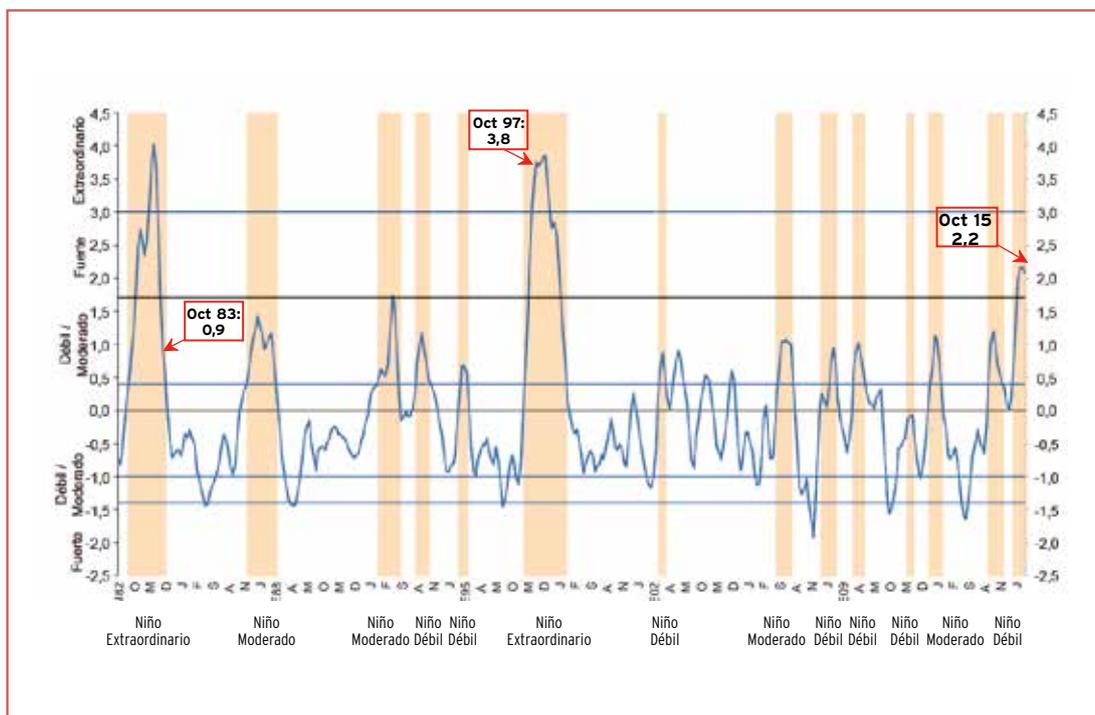
GRÁFICO 1 ■ Zonas El Niño



FUENTE: ADMINISTRACIÓN NACIONAL OCEÁNICA Y ATMOSFÉRICA DE LOS ESTADOS UNIDOS (NOAA).

1 Indicador de El Niño por el Comité Técnico del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN). Nota Técnica ENFEN 09/04/2012.
 2 Artículo de divulgación científica, Ken Takahashi, Boletín IGP, VOL.2 N04, abril 2015.
 3 Primer Compendio Estadístico Agrario 1950-91, Ministerio de Agricultura, Lima, diciembre 1992.
 4 El fenómeno El Niño en el Perú, SENAMHI, Lima-Perú, 2014.

GRÁFICO 2 ■ Índice Costero El Niño



FUENTE: (NOAA).

porcentual en el sector y permitió incrementar el cultivo de arroz y maíz duro, cultivos menos sensibles a las anomalías hídricas y térmicas.

SITUACIÓN ACTUAL Y POSIBLES IMPACTOS DE EL NIÑO 2015

Como se mencionó al inicio, en sus últimos comunicados, el Comité ENFEN, ha reducido la probabilidad de que El Niño alcance magnitudes extraordinarias en el verano de 20 a 5 por ciento (ver Cuadro 1). Así, a diciembre de 2015, se espera que El Niño sea fuerte (con una probabilidad de 35 por ciento) o que sea moderado (con una probabilidad de 50 por ciento).

Aunque la probabilidad de un Niño extraordinario se ha reducido significativamente, resulta conveniente –desde una perspectiva de la administración de riesgos macroeconómicos– evaluar diferentes escenarios de contingencia del fenómeno El Niño en el PBI. Tomando como base los dos últimos episodios de magnitud extraordinaria, el de 1982-1983 generó pérdidas en la actividad económica del orden de 5,3 por ciento del PBI (BCRP) y se estimaron daños en infraestructura de 2,5 por ciento del PBI (INDECI). Por otra parte, en el caso de El Niño 1997-1998, las pérdidas en actividad fueron 2,9 por ciento (CAF, CEPAL) y 2,2 por ciento de pérdidas en infraestructura (INEI, BCRP). En ambos episodios, los sectores más afectados por pérdidas en producción fueron los sectores primarios. Las mayores pérdidas en infraestructura se registraron en el sector transporte y comunicaciones.

“ El fenómeno El Niño constituye un riesgo por choque de oferta para la economía ”

Para evaluar los efectos potenciales del Fenómeno El Niño actualmente, es importante considerar que, en la práctica, el impacto final de este fenómeno, depende además de la magnitud del shock, de las labores de prevención de todos los agentes económicos, de la rapidez en la reconstrucción de la infraestructura dañada (sobre todo vial) y del efecto ingreso que pueda disminuir el gasto privado.

Desde el punto de vista sectorial, se observa que en el sector agrícola, a setiembre de 2015, se tiene un avance del 90 por ciento en el calendario de cosechas, las siembras correspondientes a 2015 han culminado y la campaña 2015-2016 tiene un avance del 14 por ciento, por lo que se prevé un leve impacto en este año, el cual se haría visible en una menor producción de frutales zonificados en el norte como el limón y el mango que se encontraban

CUADRO 1 ■ Probabilidades de las magnitudes de El Niño Costero en el verano (diciembre 2015 - marzo 2016)

	Anomalías	03 de setiembre	06 de octubre	05 de noviembre	03 de diciembre	Cambio de las probabilidades
Normal o La Niña costera	\geq que $-1,0$ oC y $<$ $0,4$ oC	5%	5%	5%	5%	0%
El Niño costero débil	$>$ que $0,4$ oC y \leq 1 oC	10%	5%	5%	5%	0%
El Niño costero moderado	$>$ que $1,0$ oC y \leq $1,7$ oC	30%	35%	40%	50%	10%
El Niño costero fuerte (como 1982-1983)	$>$ que $1,7$ oC y \leq 3 oC	35%	40%	45%	35%	-10%
El Niño costero extraordinario (como 1997-1998)	Mayor que 3 oC	20%	15%	5%	5%	0%

FUENTE: ENFEN.

en etapa de floración, en julio, fase muy sensible a los requerimientos térmicos. En 2016, en la medida que se sostengan las anomalías cálidas, se afectarían las zonas agroexportadoras de la costa norte – mango, banano orgánico, quinua, uvas, espárragos, arándanos y páprika entre otros–; si su cobertura avanzara hacia el sur, se perjudicarían otros productos como la aceituna y la alcachofa y, en el caso de sequía en la sierra, se afectarían la papa, maíz, habas, alverjas, productos andinos y pastos.

En el sector pesca, para 2015, se prevé un mayor dinamismo respecto al año anterior, pues la primera temporada de pesca en la zona norte centro (88 por ciento de la cuota anual) fue más amplia en 17 días de faenas respecto a la anterior; no hubo segunda temporada en 2014 a diferencia de 2015 que se autorizó en el sur (12 por ciento de la cuota anual), y en noviembre de 2015, se autorizó la segunda temporada de pesca en la zona norte centro. Para 2016, dependiendo del avance del fenómeno y su magnitud, se podrían generar efectos adversos por menores desembarques de anchoveta.

El impacto en el resto de sectores es indirecto dependiendo de su vinculación con el agro y la pesca, siendo la manufactura primaria la más afectada ante una menor disponibilidad de insumos agrícolas y marinos. Los precios agrícolas oscilarían (por menor oferta), así como la balanza comercial (por menores exportaciones y mayores importaciones) y la menor actividad económica redundaría en una menor recaudación tributaria.

El efecto al alza sobre los precios sería temporal, y sus impactos se moderarían al estimularse la oferta en otras regiones por la gran diversidad de ecosistemas que permite producir un producto en diferentes regiones o en el siguiente ciclo productivo (período corto en cultivos de pan llevar); o por sustitución, debido a la diversidad de la oferta alimentaria unida a la importación de alimentos.

Cabe precisar también que diecisiete años

después del último “Niño” extremo, el Perú está más integrado, se cuenta con mayor tecnología y mayor información por parte del ENFEN. Para el presente año, se ha presupuestado cerca de 0,4 por ciento del PBI por concepto de prevención, porcentaje similar al ejecutado por gastos de emergencia y obras de rehabilitación en 1998 (alrededor de 0,5 por ciento del PBI, Memoria 1998, BCRP), adicionalmente se ha flexibilizado la aplicación de las normas orientadas a dinamizar las acciones destinadas a reducir riesgos y prepararse ante El Niño⁵.

Los productores, han ejecutado medidas de prevención mayoritariamente en cultivos de agro exportación, han tomado seguros contra riesgo climático, usan una mayor variedad de semillas resistentes a cambios climáticos y se ha mejorado el aprovechamiento del agua. Asimismo, hay una mayor disposición para aprovechar los efectos favorables de El Niño⁶, como los mejores precios de exportación por menor oferta de otros países competidores, ampliación de ventanas de exportación que dejan otros países productores debido a que El Niño es un evento global⁷.

“ En episodios El Niño, los sectores primarios son los más impactados ”

⁵ D.U. 004-2015, medidas extraordinarias para hacer frente al Fenómeno del Niño.

⁶ Humedad del suelo, regeneración de bosques, mayor reserva hídrica, ampliación de la diversidad marina -especies de aguas cálidas como conchas de abanico, langostino, samasa, tolo, merlín, perico y sardina.

⁷ El Niño influye en los patrones de temperatura y precipitación en muchas regiones del mundo, El fenómeno El Niño en el Perú, SENAMHI, Lima 2014.

La XII Reunión de Asesores Legales de la Banca Central del CEMLA:

EN LÍNEA DE UNA TRADICIÓN DE DIÁLOGO Y DISCUSIÓN
SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LA BANCA CENTRAL

MANUEL MONTEAGUDO VALDEZ*
Y HÉCTOR HERRERA SOARES**

La Gerencia Jurídica del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), bajo los auspicios del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), organizó, por segunda vez, la “XII Reunión de Asesores Legales de la Banca Central del CEMLA.” En realidad, es la quinta que congrega a abogados y juristas de bancos centrales de diversos continentes¹, organismos económicos internacionales², así como a abogados de firmas internacionales especializadas.

¹ Aspectos Legales de la Inversión de Reservas Internacionales (1997), Reunión de Asesores Legales del CEMLA (2002), Aspectos Legales de la Inversión de Reservas Internacionales - Desarrollos Recientes (2009), Monetary Committee of the International Law Association, MOCOMILA (2013) y Reunión de Asesores Legales del CEMLA (2015).

² Fondo Monetario Internacional (FMI), el Bank for International Settlements (BIS), el Banco Central Europeo (BCE), el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y el Financial Stability Board (FSB).

* Gerente Jurídico del BCRP.

** Subgerente de Asesoría Legal en Asuntos Financieros del BCRP.

De alguna forma, el BCRP también se ha constituido en un foro de discusión académica y profesional sobre la evolución del régimen jurídico de la banca central y el derecho monetario y financiero internacional, siguiendo una tradición de sus áreas económicas y financieras. Ocurre, como es natural, que las reflexiones jurídicas sobre la banca central han acompañado a las transformaciones institucionales y discusiones sobre los roles y competencias de la autoridad monetaria, en medio de crisis financieras, períodos de estabilización económica, reformas políticas como la Unión Monetaria Europea y la creación de nuevos organismos internacionales, como es el caso del *Financial Stability Board* (FSB).

Lo jurídico no se ha limitado al terreno institucional y constitucional, si pensamos en importantes tópicos como la autonomía del banco central, sino que también se ha extendido al terreno de los riesgos legales en las operaciones e inversiones de los bancos centrales, cuyos centros de preocupación han sido variados. Por ejemplo, en nuestra primera reunión (1997) todavía permanecía como una preocupación particularmente prioritaria, el problema de la deuda externa peruana, el riesgo de afectación de nuestros activos internacionales y el régimen de inmunidades de los bancos centrales en el exterior. Hoy en día, aun cuando la deuda soberana siga siendo un centro de interés (con diversos matices como veremos), muchos bancos centrales dirigen sus inquietudes sobre los contratos financieros y las regulaciones de las plazas financieras internacionales en las que efectúan sus inversiones.

“ **El BCRP**
se ha constituido en
un foro de discusión
académica sobre el
régimen jurídico de la
banca central ”

En ese contexto, cuando se ofreció al BCRP la posibilidad de organizar la reunión de asesores legales del CEMLA de 2015, la Gerencia Jurídica dedicó un buen tiempo a determinar una agenda de discusión que cubriera la diversidad de tópicos de actualidad, tanto institucionales, contractuales como organizacionales. Es así que se decidió realizar una reunión dividida en dos grandes rubros. De un lado, la cuestión contractual y regulatoria de las inversiones de las reservas internacionales y operaciones financieras internacionales y de otro, lo relativo a la organización y reforma de la banca central en el mundo, luego de la última crisis financiera internacional.

Se decidió añadir como un tópico complementario, la experiencia de la banca central en los tribunales nacionales e internacionales sobre



materias vinculadas a sus competencias, funciones y operaciones. A continuación, se reseña brevemente los tópicos tratados durante la XII Reunión.

OPERACIONES DERIVADAS EXTRABURSÁTILES Y REPORTES DE INFORMACIÓN

La primera sesión estuvo dedicada a las nuevas regulaciones en materia de derivados extrabursátiles, principalmente de los Estados Unidos de América y la Unión Europea. No solo por ser los principales centros financieros en los que los bancos centrales invierten las reservas internacionales, sino también por ser las jurisdicciones que ya han implementado los compromisos asumidos por la G-20 sobre la materia, luego de la crisis financiera internacional de 2008. Estas operaciones se realizan fuera de mecanismos centralizados (operaciones OTC), por lo que uno de los aspectos más relevantes de la nueva legislación tiene que ver con el sistema de reportes de información de cada una de las operaciones derivadas que realizan las instituciones financieras y el cumplimiento de otros requisitos como márgenes y compensaciones. Este marco normativo interesa a los bancos centrales tanto para aquellos casos en que actúa como regulador, como en los que realiza inversiones a título de participante en los mercados derivados.

Thomas Baxter, de la Reserva Federal de Nueva York, expuso los alcances del Capítulo VII de la “Ley de Reforma de los Mercados Financieros y de Protección al Consumidor”³. Señaló que los obligados directos para cumplir con los requerimientos de la Ley son los *swap dealers*, lo que incluye la obligación de reportar todas sus operaciones *swaps* a los repositorios de información. Confirmó que los bancos centrales extranjeros no están exonerados explícitamente por la Ley de cumplir con estos requerimientos, cuando realizan *swaps*, pero que los reguladores de los Estados Unidos han excluido a los bancos centrales extranjeros del requerimiento de la compensación centralizada.

Marguerite Zauberman, del Banco de Francia, hizo una presentación general sobre el “Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y los registros de operaciones”⁴. Indicó que el 100% de las operaciones *swaps* han sido reportadas, pero existen algunas dificultades en el aprovechamiento de la data. Luis Urrutia, Director Jurídico del Banco de México, señaló que en su país, a diferencia de otros que han aprobado leyes especiales, la

implementación de las recomendaciones sobre la normativa de operaciones OTC se ha efectuado por la vía reglamentaria, a través de la acción del Banco Central, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Comisión de Valores⁵.

MEJORES PRÁCTICAS EN LA NEGOCIACIÓN DE CONTRATOS FINANCIEROS Y CLÁUSULAS DE RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL

Lucía Elizalde y María Fernanda Acosta del FLAR ofrecieron un avance del proyecto de “Código de principios y mejores prácticas en gestión de reservas internacionales y fondos públicos y en gestión de contratos financieros”, cuyos referentes fueron los bancos centrales de Chile, Perú, Colombia y México y dos fondos soberanos. Se hizo notar la conveniencia de que en los procesos de negociación se cuente con un modelo de contrato de referencia y que la intervención de los abogados internos se vea activamente complementada por abogados externos de la respectiva plaza financiera.

María del Carmen Urquiza, del Banco Central de Argentina, luego de señalar que el 1 de agosto de 2015 entrará en vigencia en su país un nuevo Código Civil, precisó que solo existe un aparente conflicto entre nuestra tradición romano-civilista y el *common law*, en materia de limitación de la responsabilidad. Los textos del *common law* tienden a ser amplios y detallados para limitar la responsabilidad. Sin embargo, en el fondo las formulaciones de ambas tradiciones jurídicas son similares pues en la práctica consagran el concepto de que la acción u omisión por dolo o culpa inexcusable, la existencia de un daño y la mediación de una causalidad siempre comprometen la responsabilidad. Penelope Christophou, de la firma Cleary, Gottlieb Steam & Hamilton (CGSH), precisó que en el derecho anglo sajón, la relación contractual no solo está regida por el texto del contrato, sino también por la evolución jurisprudencial que va afectando su contenido jurídico. En los contratos financieros usualmente se incluyen cláusulas que limitan la responsabilidad de una parte frente a otra. Por ejemplo, una contraparte solo es responsable por los daños ocasionados que resultan de negligencia o conducta dolosa. De este modo la parte afectada deberá demostrar que la conducta de su contraparte resultó negligente, remitiéndose para ello al estándar de comportamiento seguido en su profesión, industria y en la administración de los recursos propios.

³ Ver <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ.L:2012:201:0001:0059:ES:PDF>

⁴ Pueden revisarse las “Reglas a las que habrán de sujetarse los Participantes del Mercado de Contratos de Derivados” dictadas conjuntamente por el Banco de México, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

⁵ Ver <http://www.banxico.org.mx/disposiciones/circulares/reglas/%7BEDDAEB88-B53D-7047-97ED-1E819E04A274%7D.pdf>

CLÁUSULA *PARI PASSU* EN LA EMISIÓN DE DEUDA SOBERANA

Lee Buchheit, socio de la firma CGSH, se refirió al significado y alcance de la cláusula "*Pari Passu*", en el contexto del juicio seguido por los tenedores de bonos no reestructurados (NML) contra la República Argentina. Las cortes de Nueva York fallaron a favor de NML concluyendo que no era posible pagar a los tenedores de bonos renegociados, sino se paga en igual proporción a los que decidieron no participar en la renegociación ("*hold outs*").

La cláusula *Pari Passu* tiene su origen en la prohibición a los emisores de deuda corporativa a establecer un rango o prelación ("*seigniority*") entre sus obligaciones. En tal sentido, el fallo en el caso argentino constituyó un cambio a la interpretación histórica de la cláusula, que en la práctica permitía a los soberanos renegociar y pagar sus deudas aun cuando no todos los acreedores participarán en la renegociación. En el extremo, el criterio de las cortes de Nueva York implica que el deudor de un Bono con una cláusula "*Pari Passu*" no podrá cancelar ninguna otra obligación financiera, presente o futura, sin pagar proporcionalmente al acreedor de dicho Bono. Algunos participantes del mercado y organismos internacionales han propuesto modificar la cláusula para dejar claro que ésta no exige que el emisor pague a los acreedores en forma equivalente o proporcional y que para futuras renegociaciones se respeten las decisiones mayoritarias de los acreedores en aplicación de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)⁶.

FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO LEGAL DE LOS BANCOS CENTRALES

Pierre Panchaud del BIS expuso algunas de las conclusiones de las reuniones de los bancos centrales miembros de su organización, en materia de riesgo legal. El riesgo legal supone el riesgo de incurrir en pérdidas económicas o daños reputacionales provenientes de una incorrecta implementación o aplicación de normas, documentación incompleta o infracción de las obligaciones legales y contractuales (incluyendo la elaboración de contratos inadecuados o defectuosos). La prevención del riesgo legal tiene diversas formas de organización interna y los bancos centrales han desarrollado diversas respuestas organizacionales, desde una estructura descentralizada hasta la constitución de una unidad especializada con una composición multidisciplinaria.

REFORMAS INSTITUCIONALES: SUPERVISIÓN MACROPRUDENCIAL, UNIÓN BANCARIA EUROPEA Y RESOLUCIÓN DE INSTITUCIONES BANCARIAS Y FINANCIERAS.

Dinah Knight, del Fondo Monetario Internacional, indicó que la Supervisión Macroprudencial tiene como objetivo principal el preservar la estabilidad financiera y para este fin corresponde identificar riesgos macroeconómicos vinculados a: los ciclos económicos, la interconexión financiera y las concentraciones de grupos económicos. No existe un único modelo institucional en que debe sustentarse la supervisión macroprudencial, siendo posible identificar hasta tres enfoques: autoridad única (generalmente el banco central), consejo de coordinación (que reúne al Ministerio de Economía con las autoridades monetaria, supervisora del sistema financiero y supervisora del mercado de valores) y, un consejo con poder de decisión. Lo importante es que el arreglo institucional que se elija asegure la capacidad para actuar ante situaciones de emergencia.

Christian Kroppenstedt del BCE explicó que el mecanismo Único de Supervisión europeo constituye una evolución mayor de la integración monetaria y financiera, pues en aplicación de normas derivadas de los tratados comunitarios se han transferido aspectos de la supervisión prudencial local al nivel europeo. Es así, por ejemplo, que el BCE tiene la competencia de autorizar el funcionamiento de los bancos sistémicamente significativos dentro de la Unión Europea⁷.

El *Financial Stability Board* (FSB) es una singular organización internacional creada en 2009 luego de la última crisis financiera (y en reemplazo del Financial Stability Forum). Congrega a los estados integrantes del G-20 ampliado y a organismos internacionales como el FMI, el BCE el BIS y a organizaciones que agrupan a reguladores bancarios y financieros locales. El FSB tiene entre sus funciones el establecimiento de estándares internacionales y monitoreo de políticas financieras y entre éstas las reglas básicas sobre resolución de instituciones bancarias y financieras (conocidas como los "*Key Attributes of effective resolution regimens for financial institutions*")⁸. La exposición estuvo a cargo de Eva Hupkes del FSB quien precisó que los *Key Attributes* proponen dotar a las autoridades reguladoras de instrumentos y competencias para abordar las crisis bancarias de manera preventiva, salvaguardando

⁶ Ver Lee Buchheit y Sofia D. Marcos, "What to do about Pari Passu" en Butterworths Journal of International Banking and Financial law, 491, setiembre 2014.

⁷ Ver el Reglamento (UE) no 1024/2013 que establece un Mecanismo Único de Supervisión (MUS).

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32014R0468>

Ver también la DECISIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO de 17 de septiembre de 2014 sobre la aplicación de la separación entre las funciones de política monetaria y supervisión del Banco Central Europeo (BCE/2014/39)

[http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32014D0039\(01\)](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32014D0039(01))

⁸ "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions"

http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111104cc.pdf?page_moved=1



la estabilidad financiera y minimizando la exposición del contribuyente en caso de quiebras. Luis Urrutia del Banco de México manifestó que su país ya había establecido una legislación especial y regulaciones desde la crisis “Tequila”. Se reformó la ley de amparo para no retrasar los procesos de liquidación y se creó el Instituto para la Defensa del Ahorro Bancario, considerando mecanismos de alerta temprana (en materia de capitalización).

EXPERIENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES ANTE LOS TRIBUNALES

Finalmente, se compartieron diversos casos vinculados a los bancos centrales, tales como la decisión del Tribunal de Justicia Europeo en el caso sobre compra de títulos de la deuda pública o *Outright Monetary Transactions (caso OMT)*, el caso *Starr International Co*, contra la Reserva Federal de Nueva York; el deber de rendición de cuentas del Banco de España frente a las cortes regionales y la experiencia de los bancos centrales de Chile, Ecuador y Perú.

El caso OMT expuesto por los abogados del BCE y el Bundesbank constituye uno de los desarrollos recientes más relevantes en el Derecho Monetario Internacional⁹. Así pues, a raíz de una acción ante el Tribunal Constitucional Alemán se cuestionó la capacidad del BCE para realizar compras de Bonos soberanos en el mercado secundario; circunstancia que motivó una cuestión pre judicial ante el Tribunal Europeo de Justicia. Esta última autoridad se pronunció señalando que

“Esta reunión permitió compartir la experiencia de los bancos centrales ante los tribunales”

el programa OMT no era contrario al Derecho Europeo y que no suponía una violación a la prohibición de financiamiento al sector público.

La síntesis que acabamos de realizar nos revela la importancia y diversidad de la cuestión jurídica en la evolución de las instituciones monetarias y financieras. Estamos convencidos de que nuestra institución debe continuar promoviendo estos foros profesionales y académicos de discusión, a fin de compartir experiencias con instituciones análogas y al mismo tiempo prepararse para el futuro.

⁹ El texto completo del fallo puede encontrarse en <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=165057&pageIndex=0&doclang=es&mode=lst&dir=&oc=c=first&part=1&cid=54938>

HUAMAN POMA

HOY QUE EL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU EMITE UNA MONEDA DE PLATA EN HOMENAJE A HUAMAN POMA¹ ES PROPICIA OCASION PARA EVOCAR A NUESTRO PRIMER HISTORIADOR INDIO Y A SU NOTABLE E INIGUALADA NUEVA CRONICA Y BUEN GOBIERNO CONCLUIDA HACE CUATROCIENTOS AÑOS EN 1675

Por más de tres siglos, la obra fue ignorada y durmió oculta y en tinieblas en un remoto archivo de Copenhague hasta que el sabio Paul Rivet la sacó a la luz en una edición facsimilar (París, 1936). Desde entonces, sin prisa ni pausa, ha ido creciendo la ola de peruanistas que han dedicado severos estudios y elogios al autor, entre ellos el alemán Richard Pietschmann, el inglés Clements Markham, el polaco Arthur Posnansky, el italiano José Imbelloni, el suizo Georges Lobsiger, la nor-

teamericana Rolena Adorno (la mayor autoridad sobre el cronista), el rumano John Murra, el francés Pierre Duviols, la cubana Raquel Chang-Rodríguez, el holandés Tom Zuidema, la portorriqueña Mercedes López-Baralt, el español Manuel Ballesteros, la boliviana Teresa Gisbert ... Pero toda lista es siempre más llamativa que completa y esta, que ya luce aires de catálogo internacional, por añadidura corre grave riesgo de ser inacabable. Aun así, con perdón del paciente lector, debo añadir por lo

¹ Huaman Poma o Guaman Poma.

menos los nombres de algunos estudiosos peruanos como Raúl Porras Barrenechea, Emilio Mendizábal, José Varallanos, Federico Kauffmann, Juan Ossio, Franklin Pease, Elías Prado, José Cárdenas y Pablo Macera, este último, autor de un artículo biográfico-crítico que aún no ha sido superado.

Markham vio a Huaman Poma como "un héroe del que cualquier país estaría orgulloso" y opinó que "su crónica es, sin excepción, el más notable y también el más interesante producto del genio nativo que ha llegado hasta nosotros". Julio César Tello, patriarca de la arqueología peruana, afirmaba que este "indio de sangre y alma ... es el primero y más encumbrado dignificador de su patria y de su raza". Y según la talentosa Raquel Chang-Rodríguez, nuestro escritor indio registra la llaga del coloniaje, pero se proyecta al futuro como un mensaje de esperanza.

Y es que el ayacuchano Huaman Poma merece todo eso y mucho más. Su valioso libro excede las mil páginas e incluye unos 400 grabados a pluma, suerte de museo iconográfico del Antiguo Perú, caleidoscópica galería en que los dibujos casi cobran vida y movimiento ante los ojos del lector. Su feliz complemento son los textos que los explican y detallan y, en agudo contraste con la crónica española estándar -siempre temerosa y laudatoria del Poder y de la Iglesia- el original y atractivo binomio dibujo-texto convierte a la obra huamanpomina en un lujoso y fiel inventario de la sociedad "andícola" antes de la invasión europea y en los inicios del régimen colonial.

El indio Huaman dibuja y describe, con familiaridad y minucia, usos y costumbres nativas,

“ Los reconocimientos de la historia suelen ser tardíos en llegar. Pero llegan ”

fiestas y ceremonias, comidas y vestimentas, bailes y canciones, biografías reales y usos funerarios, armas y conquistas, faenas agrícolas y comunitarias, ritos cúltricos y oraciones religiosas ... Pero su crónica, que es mucho más que un robusto inventario etnográfico, es también la más abierta y valerosa denuncia de los abusos y tropelías que la invasión ibérica produjo en el país de los incas al someter a la raza vencida a una suerte de *capiti diminutio*, a una cruda y humillante marginación social. Sin tapujos, el ojo crítico de Huaman expone la condición social de los indios abrumados por durísimas cargas



DIBUJO 1: EL AUTOR AYALA DE RODILLAS



DIBUJO 398: YO FORTIFICO SUS COLUMNAS LAS ARMAS DE LA CORONA ESPAÑOLA



DIBUJO 686: VICITADOR

IMÁGENES: CORTESÍA DE LA BIBLIOTECA REAL DE DINAMARCA, COPENHAGUE.

como la reducción a pueblos, el tributo y la mita minera, y sometidos a cien vejámenes cotidianos por corregidores abusivos, encomenderos ávidos, malos doctrineros, mercantes ventajistas, jueces venales y visitadores codiciosos. En el nuevo ordenamiento social impuesto en el virreinato peruano en el coloniaje, la entonces llamada “república de indios” vivió a los pies y al servicio de la dominante “república de españoles”. En el siglo XVI, en el imprevisto reparto de los bienes terrenales al indígena le tocó la sumisión, al español le tocó el poder. Bien decía el sagaz historiador británico lord Acton, en frase que nadie ha desmentido jamás, que “el poder tiende a corromper y si es absoluto a corromper absolutamente”.

Con todo y eso, Huaman no es un escritor del género quejoso. Lado a lado con los excesos y vicios de autoridad que hace públicos, de continuo sugiere medidas para aliviar la condición de la raza vencida y establecer un “buen gobierno” que fusione lo mejor de ambos mundos, el andino y el europeo. Adopta la nueva dispensación cristiana y confiesa su devoción por la virgen de la Peña de Francia, pero no se le escapa cuánto entran en conflicto la prédica religiosa de los catequistas y el real comportamiento de los invasores, que no puede menos que censurar. Y aunque su intención reformista es utópica y aunque su crítica es franca y desembozada, nunca es lacrimosa ni llega jamás al sarcasmo ni a la virulencia. Por el contrario, a menudo la suaviza un peculiar tono de gracejo y humorismo sui generis que disuelve un tanto la denuncia cuando el texto se desliza a una situación hartamente más cómica que catoniana. Se diría que Huaman recurre a la clásica y sabia receta horaciana de fustigar y castigar los males burlándose de ellos.

Hace algunas décadas lamenté cuán ausente y relegado estaba Huamán Poma en nuestra historia oficial, sin efemérides de rutina ni celebraciones de pompa y pebetero. No había una sola calle, plaza, parque, colegio, institución estatal, provincia, moneda o billete que llevase su nombre. Visto como un protestatario de riesgo, quizá hoy sabe a pecado venial el que entonces se mirase con cierto escrúpulo a Huamán como si la suya fuese la incómoda voz disidente de un *odd man* que, en vez de alinear con los complacientes cronistas españoles de su propia época, se inscribe en esa aguerida y noble tribu de inconformistas, parva y selecta, en que militan Túpac Amaru, González Vigil o Manuel González Prada.

Hace casi un siglo, en un juvenil ensayo, mi maestro Porras escribió que la injusticia “parece menos dura cuando hay una voz viril que la denuncia y condena”. En el teatro histórico de los Andes tal papel escogió Huaman en un difícil tramo de esa compleja y amada biografía colec-



LA MONEDA TIENE UN VALOR NOMINAL DE UN SOL Y ESTA ACUÑADA EN UNA ALEACIÓN DE PLATA. POSEE EN EL REVERSO LA ILUSTRACIÓN DENOMINADA CAMBIA EL AUTOR PLASMADA POR EL CRONISTA EN SU OBRA. EN EL AVVERSO DE LA MONEDA FIGURA EL ESCUDO NACIONAL.

tiva que llamamos Perú. Y aunque su clamor nos llega desde el hondón de los tiempos, hoy día su obra no estimula ni revive rencores pretéritos ni odios estériles y más bien suscita saludables reflexiones históricas en positivo: conozcámoslo todo para que no se repitan los errores y abusos del ayer.

Como ciertos procesos judiciales de mítica duración, los reconocimientos de la historia suelen ser tardíos en llegar. Pero llegan. Y, según parece, la deuda que nuestra patria tiene con Huaman Poma la estamos comenzando a pagar. Así juzgo la publicación de la Nueva crónica en cuatro volúmenes que nuestra Biblioteca Nacional acaba de poner en circulación. Así juzgo, también, el bello gesto simbólico del Banco Central de Reserva del Perú al emitir una moneda de plata que nos ayude un poco a recordar y sentir más cercano a un héroe civil de nuestro pasado colectivo, a un lascasiano personaje de los Andes peruanos cuyo nombre no debiera alejarse de la memoria, cuya imagen no debiera alejarse del corazón.

450

AÑOS DE LA CECA DE

LIMA

Como parte de las actividades por los 450 años de la ceca de Lima, en este acápite de la revista Moneda, se presenta el artículo de Pedro de la Puente, presidente de la Sociedad Numismática del Perú, sobre la Casa de Moneda de Lima y las otras cecas que funcionaron en el Perú durante el Virreinato. También, el historiador Edgar Valda Martínez, docente de Historia de la Universidad Mayor, Real y Pontificia de San Francisco Xavier de Chuquisaca de Bolivia, escribe sobre la historia de la Casa de Moneda de Potosí, la relación que tuvo con España y con nuestro país entre los siglos XVI y XIX.

Finalmente, Carlos Contreras, historiador de la Pontificia Universidad Católica del Perú, nos resumirá un capítulo más extenso sobre el tema de la moneda en el Perú del siglo XX que aparece en el libro sobre historia monetaria que el BCRP y el IEP han editado de su colección sobre nuestra historia económica.

LIMA y las otras CECAS

en los 450 AÑOS

de la Moneda Peruana

PEDRO DE LA PUENTE*

* Presidente de la Sociedad Numismática del Perú

Este año se conmemora el 450 aniversario de la Casa de Moneda de Lima, la cual se fundó el 21 de agosto de 1565 por Real Cédula del Rey Felipe II; si bien fue la primera, ésta no fue la única ceca que tuvo el Perú. Por el contrario, varias fueron las cecas que funcionaron en el país desde 1565 hasta nuestros días.

CASA DE MONEDA DE LIMA:

Como ya hemos señalado, la primera ceca fue la que se fundó en Lima en 1565, su organización duró cierto tiempo hasta que empezó sus labores en setiembre de 1568. (ver foto 1). Esta ceca fue la más antigua de Sud América. Su labor hasta el primer cierre definitivo del siglo XVI, llevado a cabo en 1592, tuvo varias pequeñas interrupciones (Dargent, 2011).

Como veremos más adelante, la producción potosina bastaba para surtir de circulante a todo el territorio.

Durante el siglo XVII, tuvo dos aperturas, una efectuada sin autorización del Rey Felipe IV, por el Virrey Alva de Liste en 1658 (Lazo y otros, 1990) y cuyas acuñaciones datan de 1659 y 1660 (ver foto 2) y otra, la definitiva, que prevalece hasta el presente y cuyas acuñaciones comienzan en 1684 (ver foto 3).

Las monedas de plata acuñadas inicialmente en Lima fueron hechas a yunque y martillo, con un acabado irregular y se les conoce como “macuquinas”. La acuñación de macuquinas de plata comienza en 1568 y se extiende hasta 1752. La acuñación de macuquinas de oro comienza en 1659 y dura hasta 1750; en ambos casos se entiende que no fueron acuñaciones continuas sino sólo en los años que la ceca produjo determinadas piezas. A las monedas de plata se les denominó “Reales” y a las de oro “Escudos”. Los valores producidos en plata fueron: $\frac{1}{4}$ de Real, $\frac{1}{2}$ Real, 1 Real, 2 Reales, 4 Reales y 8 Reales, a esta última se le denominó Peso, pero la unidad monetaria fue el Real. Los valores producidos en oro fueron: 1 Escudo, 2 Escudos, 4 Escudos y 8 Escudos. Un Escudo equivalía a 2 Pesos y a la moneda de 2 Escudos se le denominaba doblón de a 2, a la de 4 Escudos, doblón de a 4 o media Onza, y a la de 8 Escudos, doblón de a 8 u Onza.

Con la llegada de la nueva maquinaria (volante de San Andrés Apóstol) en 1751, se empezó a producir moneda circular de cordoncillo, a las de oro se les llamó “Peluconas” (ver foto 4) por la cabellera de Fernando VI y a las de plata se les llamó “Columnarias” (ver foto 5). La acuñación colonial con cordoncillo tuvo el mismo sistema hasta el final del virreinato; es decir, se siguieron acuñando Reales y Escudos. El diseño de la moneda fue cambiando de acuerdo a cada Rey. Las monedas columnarias se sustituyen por monedas de busto a partir de 1772, hasta el final de la colonia. A partir de 1814, Lima empieza a acuñar $\frac{1}{2}$ Escudos con el busto del Rey Fernando VII.

Durante la Emancipación, y los primeros años de la República, el sistema monetario que se acuñó en Lima fue idéntico al colonial. Los últimos cuartillos o $\frac{1}{4}$ de Real se acuñaron en 1856, los últimos $\frac{1}{2}$ Real y 1 Real en 1861, los últimos 2, 4 y 8 Rea-



FOTO 1: CUARTILLO DE RINCÓN.



FOTO 2: 4 REALES 1659.



FOTO 3: 8 REALES DE 1688.



FOTO 4: ESCUDOS DE ORO, LLAMADA "PELUCONA".



FOTO 5: 8 REALES DE PLATA, LLAMADA "COLUMNARIA".

les en 1856, los últimos ½ Escudos en 1856, los últimos 1 y 2 Escudos en 1855 y los últimos 4 y 8 Escudos en 1863.

Justamente, el 14 de febrero de 1863, se da la ley que creó "El Sol" y se adopta el sistema decimal. Lima acuña monedas de Un Sol entre 1864 y 1935, de ½ Sol entre 1864 y 1935, de 1/5 de Sol entre 1863 y 1917, de un Dinero ó 10 centavos entre 1863 y 1916 y de ½ Dinero, de 1863 a 1917. También se fabrican monedas de cobre de uno y dos centavos entre 1863 y 1949.

Durante la Guerra del Pacífico se crea el Inca y se acuñan simultáneamente en Lima monedas de Un Sol en 1880 y 5 Pesetas (Un Inca). La acuñación de Incas y sus fracciones en Lima sólo se produce en 1880. Luego, en 1881, se acuñan nuevamente sólo soles.

A partir de 1898, se adopta el Patrón Oro, se acuña moneda de una Libra equivalente a 10 soles, con el mismo peso y ley de oro que la libra esterlina. Las Libras Peruanas se acuñaron entre 1898 y 1930. Se acuñaron también ½ Libras entre 1902 y 1913, y 1/5 de Libra entre 1906 y 1930.

En 1930 y 1931, se acuñan las últimas monedas de oro con valor cancelatorio: las monedas de 50 Soles con busto de Inca.

A partir de 1935, el sistema monetario imperante es el fiduciario y se acuñan monedas de latón y otros metales no preciosos. Sin embargo, se han acuñado monedas en oro y plata destinadas para el ahorro o conmemoraciones. La moneda conmemorativa se empieza a producir en Lima en 1954.

En la Casa de Moneda de Lima también se acuñó un sin número de medallas conmemorativas, capillos, fichas y óbolos. Muchas de estas piezas de gran belleza y acabado artístico.

La Casa de Moneda de Lima, hoy Casa Nacional de Moneda se convirtió en la única Casa de Moneda del país a partir de 1886. Sin embargo, existen firmas particulares hoy en día que están facultadas para la acuñación de medallas pero no de monedas.

CASA DE MONEDA DE LA PLATA:

Ante la necesidad de circulante en el Alto Perú, luego de su viaje en setiembre de 1572, por la ciudad de La Plata (hoy Sucre, Bolivia) el Virrey Toledo decidió trasladar la mitad de la maquinaria de la Casa de Moneda de Lima a La Plata. La pro-

ducción de la ceca de La Plata se produjo exclusivamente en diciembre de 1573, y fue alrededor de 2 000 marcos de plata, acuñados probablemente en monedas de 1 Real y 2 Reales, (Cunietti-Ferrando, 1995) (ver foto 6, 2 Reales). Hacia el 20 de diciembre de 1573, el propio Virrey Toledo decide trasladar la maquinaria de esta Casa de Moneda a la que fundaría en Potosí, paralizando así las acuñaciones de la Casa de Moneda de la Plata, convirtiéndola en la más efímera que labró para el Perú.



FOTO 6: 2 REALES.

Según el historiador Arnaldo Cunietti-Ferrando, la ceca de Potosí debió fundarse entre el 20 y el 24 de diciembre de 1573 y sus primeras acuñaciones ya se habían efectuado hacia marzo de 1574 (Cunietti-Ferrando, 1995). Al ser los mismos funcionarios y la misma maquinaria, no es posible distinguir las primeras piezas de Potosí de las de la Plata, en valores acuñados por Rincón (primer grabador de Potosí), (ver foto 6). Las acuñaciones potosinas tan abundantes que fueron capaces de proporcionar circulante a todo el virreinato desde 1592 hasta el escándalo del fraude en 1648, que originó una repercusión que obligó al Virrey Alba de Liste a reabrir la ceca limeña años más tarde.

La casa de moneda de Potosí proporcionó mucho circulante al Perú durante la colonia, desde su fundación hasta 1825 (aún cuando entre 1776 y 1810 pasó a ser parte del Virreinato del Río de la Plata). Luego durante la confederación Peruano Boliviana volvería a acuñar moneda peruana entre 1836 y 1839.

La primera moneda fechada del Perú justamente se acuñó en esta ceca en 1617.

Potosí y Lima tuvieron el mismo sistema monetario, pero Potosí acuñó sólo macuquinas de plata entre 1574 y 1773, no acuñó macuquinas en oro. Las columnarias de cordoncillo en Potosí se empiezan a acuñar simultáneamente con las macuquinas a partir de 1767 y hasta 1770. La moneda de Busto en plata, todas de cordoncillo, se fabrican entre 1773 y 1825 (ver foto 7). La moneda de oro de Potosí de tiempos coloniales, se acuñó entre 1778 y 1808 y luego de 1822 a 1824;

todas estas piezas son de busto, es decir llevan las improntas de los reyes: Carlos III, Carlos IV y Fernando VII.



FOTO 7: 1 REAL DE 1774, POTOSÍ.

Las monedas acuñadas durante la Confederación Peruano Boliviana entre los años señalados, siguieron siendo en Reales y Escudos, aunque llevan la palabra República Boliviana son oficialmente peruanas, por ser Bolivia y Perú en aquél entonces un solo país.

CASA DE MONEDA DEL CUSCO:

La ceca del Cusco funcionó en dos oportunidades durante el virreinato, la primera en 1698 y la segunda en 1824; durante la República, desde 1826 hasta 1845 y, luego, entre 1885 y 1886.

En la primera fundación, funcionó aproximadamente seis meses y acuñó exclusivamente monedas macuquinas de oro de 1 y 2 Escudos, ambas fechadas en 1698 (ver foto 8).

La segunda vez que operó para la colonia fue en 1824. Los Realistas tras la toma de Lima por el ejército libertador se llevaron parte de la maquinaria de Lima al Cusco y acuñaron monedas de oro y plata para pagar a sus tropas. Las monedas fueron acuñadas en 1824 con el busto del Rey Fernando VII, se conocen ejemplares de 1, 2 y 8 Reales en plata y de 8 Escudos en oro (ver foto 9).

Luego de la capitulación de Ayacucho, la maquinaria dejada por los Realistas sirvió para que durante la República se siguiera acuñando piezas en el Cusco. Las acuñaciones van de 1826 a 1845. La producción del Cusco fue de gran calidad, una de las monedas más bellas del Perú se acuñó en esta ceca durante la Confederación a nombre del Estado Sud Peruano y la República Sud Peruana, fueron los 8 Escudos de 1837 y 1838 (ver foto 10). Cusco acuñó monedas de oro de ½ Escudo, 1 y 8 Escudos entre 1826 y 1845 y monedas de plata de ½ Real, 1 Real, 2 Reales, 4 Reales y 8 Reales entre 1826 y 1841, pero no todos los años continuos, ni todas las denominaciones todos los años.

Luego en la post Guerra del Pacífico, la ceca reabre para acuñar monedas de plata de ½ Dinero (5 Centavos) en 1885 y 1 Dinero (10 Centavos) en 1886.



FOTO 8: 2 ESCUDOS 1698, CUSCO.



FOTO 9: 1 REAL, 1824, CUSCO.



FOTO 10: 8 ESCUDOS, 1837, CUSCO, CONFEDERACIÓN.

CASA DE MONEDA DE AREQUIPA:

La ceca de Arequipa acuñó moneda entre 1836 y 1841 y luego en 1885. Todas las acuñaciones fueron en plata.

La producción de la moneda Arequipeña surge para hacer frente al feble boliviano. En 1836, comienzan las acuñaciones en plata de 8 Dineros

“ Si bien la de Lima fue la primera casa de moneda, varias fueron las cecas que funcionaron en el Perú desde 1565 hasta nuestros días ”



FOTO 11: CUARTILLO, 1839, AREQUIPA.

(666 milésimos) en valores de ½ Real y 4 Reales. Luego, durante la Confederación Peruano Boliviana se acuñan monedas a nombre de la República Sud Peruana en valores en plata de ley 8 Dineros, de ½ Real en 1837 y 1838, 2 Reales y 4 Reales en 1838; y en ley 10 Dineros 20 Granos (903 milésimos) en 8 Reales en 1838 y 1839. Luego de la confederación, la ceca arequipeña acuñó monedas de ¼ de Real en 1839 (ver foto 11), 4 Reales en 1839 y 1840 y 8 Reales entre 1839 y 1841. En 1841, se paraliza la acuñación de monedas de plata en Cusco y Arequipa.



FOTO 12: REVERSO DEL QUINTO DE SOL, 1885, AREQUIPA.

Luego de la post guerra del Pacífico, se produce acuñación nuevamente en Arequipa, se fabrican monedas de un Dinero y de 1/5 de Sol en 1885 (ver foto 12).



FOTO 13: 2 REALES, 1843, PASCO.

CASA DE MONEDA DE PASCO:

La ceca de Pasco, tuvo acuñaciones en varios periodos, el primero en 1836, el segundo entre 1843 y 1845, y el tercero entre 1855 y 1857. En todos estos periodos, acuñó exclusivamente monedas de plata. En 1836, acuñó solamente monedas de 8 Reales. En 1843, acuñó monedas de 2 (ver foto 13, 2 Reales) y 4 Reales. En 1844 y 1845 sólo acuñó monedas de 4 Reales. Entre 1855 y 1856, monedas de 4 Reales, y en 1857, monedas

“ Los gobiernos peruanos mandaron algunas veces acuñar monedas a otras casas de moneda en el mundo ”

de 4 y 8 Reales. Al respecto, cabe señalar que estas piezas de 4 y 8 Reales fueron las últimas monedas de esas denominaciones de la República.

CASA DE MONEDA DE AYACUCHO:

La ceca de Ayacucho produjo exclusivamente monedas de plata entre 1881 y 1882, durante la Guerra del Pacífico. El sistema de acuñación fue el que correspondió al Inca creado en 1880. En 1881, acuñó monedas de 5 Pesetas (un Inca), y en 1882 acuñó monedas de 5 Pesetas y de ½ Real (ver foto 14).



FOTO 14: CINCO PESETAS, 1881, AYACUCHO.

OTRAS ACUÑACIONES:

También cabe señalar que fuera de las cecas propias del Perú, que son las antes mencionadas, algunas veces los gobiernos peruanos mandaron acuñar monedas a otras casas de moneda en el mundo. Dentro de las más conocidas, está la ceca de Santiago, la de Londres, la de Filadelfia, la de Waterbury y la de San Francisco.

BIBLIOGRAFÍA

- Cunietti-Ferrando, Arnaldo, 1995. "Historia de la Real Casa de Moneda de Potosí durante la dominación hispánica 1573-1652", Buenos Aires.
- Dargent Chamot, Eduardo, 2011. "La ceca inicial de Lima 1568-1592", Buenos Aires.
- Lazo García, Carlos; Torres Bohl, José; Arana Bustamante, Luis, 1990. "Las primeras acuñaciones de oro en la ceca de Lima". Cuadernos de Historia Numismática I. Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (1995). Investments (5 ed.). Prentice Hall.

LA CASA de Potosí y sus relación con ESPAÑA Y EL PERÚ¹

EDGAR ARMANDO VALDA MARTÍNEZ*

* Historiador boliviano, ex Director de la Casa de Moneda de Potosí, Bolivia, FCBCB, docente de Historia en la Facultad de Derecho, Universidad de San Francisco Xavier de Chuquisaca, Bolivia.

Esta investigación histórica es un homenaje a los 450 años de la Casa de Moneda de Lima, 1565-2015, y contiene información referida a las relaciones institucionales de la Casa de Moneda de Potosí tanto con España como con el Virreinato del Perú y con la Casa de Moneda de Lima. Son datos iniciales y preliminares que fueron investigados en el Archivo de la Casa de Moneda de Potosí y en el Archivo y Biblioteca Nacionales de Bolivia en Sucre, además de la bibliografía especializada. Quizás, en varios casos, son datos inéditos y de importancia significativa no sólo para las cecas limeña y potosina, sino para la historia de las monedas en el mundo.

LA CECA POTOSINA Y ESPAÑA

De acuerdo a la investigación realizada sobre la relación de la ceca potosina con España, se tiene lo siguiente. Antes del establecimiento de la Casa de Moneda en La Plata, la que luego fue trasladada a Potosí, el mineral argentífero extraído del Cerro Rico y convertido en barras de plata, era enviado a España, para ser “convertidos en moneda”, tal cual sucedió en 1571, cuando Martín Montero, mercader, natural de Segovia, entregó a Cristóbal Rodríguez, canónigo de la Iglesia de La Plata, varias barras para “llevarlas hasta los reinos de España y convertir en monedas”².

En 1753, por Instrucciones de la Secretaría Universal de Indias para el Superintendente de la

Casa de Moneda, Ventura de Santelices y Venero, proponían destinar a la fábrica de la nueva Casa, los muchos reos de ese distrito que no podían enviarse a la cárcel de Valbuena y a otras³ y ello, se dio antes de la Instrucción, cuando Gerónima de Oña, en 1754, pedía libertad para su hijo Mariano Arcaya, quien “había cumplido cuatro años de trabajo en la Casa de Moneda, en la que fue condenado”⁴.

En 1759, apareció la Reina Gobernadora (debe ser María Amalia de Sajonia) quien en Buen Retiro y por cédula real, mandó se hagan y remitan nuevos sellos con las armas reales y el nombre de Carlos III, debido a la muerte del Rey Fernando VI y recaído ello en el Rey Carlos III. Santelices así lo dispuso.⁵

Meses después y en lo que corresponde a la fabricación misma de monedas, Julio de Arriaga, en Madrid, 30 de octubre de 1759, respondió a Santelices, indicando que el ensayador y marcador mayor de estos Reinos reconocieron la talla, peso y ley de las 62 rendiciones de monedas de plata labradas en la ceca potosina: 32 del año 1754 y 30 de 1755. De la talla, precisaban que todas se hallaban toscamente selladas.

El peso de las 149 monedas de las 32 rendiciones, trece estaban justas, 62 febles y 47 fuertes y, las demás, con exceso notorio a sus respectivos permisos. En la ley, 59 monedas tenían 10 dineros y 23 granos, y las 90 restantes de 11 dineros.⁶

Mientras que las 150 monedas de las 30 rendiciones se hallaban en peso, 15 justas, 70 febles y

¹ Esta investigación se expuso en el Auditorio Pedro Beltrán del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) el 21 de agosto de 2015. El autor agradece y felicita al BCRP por todo el esfuerzo realizado.

² Escrituras Públicas, 790, 1571, fs.5, ABNB.

³ Catálogo sobre minería... de Gunnar Mendoza L., 2162, 1753, fs.8

⁴ Ídem, 2176, 1754, 6 fs.

⁵ Casa Real de Moneda, 2449, 1759, 6 fs. Archivo Casa de Moneda de Potosí.

⁶ Ídem, 2169, 1759-1760, fs.2

65 fuertes y las más con notable exceso de feble o fuerte permitido. La ley, 81 monedas a 10 dineros, 23 granos, dos a 10 dineros y 22 granos y 67 restantes a 11 dineros.

POTOSÍ Y EL PERÚ

Así sea de manera general, hay información tanto de la autoridad virreinal y de la Audiencia de Lima, como de personas y otras regiones peruanas. En 1562, se tiene la carta de “SM [Su Majestad] al Virrey sobre el establecimiento de una Casa de Moneda en Arequipa”⁷.

En 1579, se recomendaba desde la capital virreinal “para que no cese la labor de la Casa de Moneda de Potosí, debiendo el tesorero nombrar personas capaces para suplir a oficiales mayores ya sea por enfermedad o ausencia”⁸.

Al año siguiente, 1580, el Virrey Toledo ordenó a la Audiencia de La Plata, “que por necesidad de reales que había en la provincia, el aumento de dos hornazas en la Casa de Moneda de Potosí para que se labren más monedas”⁹.

La designación de operarios, lo hacían desde el Virreinato, tal cual sucedió con la “presentación del título de ensayador y fundidor de la Casa de Moneda” que hizo Juan Álvarez, el mismo que le fue conferido por el Virrey Conde del Villar.¹⁰

En 1599, el Cabildo potosino recomendaba la “ronda de los 24 y justicias en las noches por las Cajas Reales y la Casa de Moneda” y que un español con 20 indios debía ubicarse en cada camino para ver quién entraba y salía de Potosí, no debiendo dejar que nadie salga sin licencia.

Lo hacían porque la plata del Rey estaba para salir a Arica, la cual debía ser resguardada y entregada por un caudillo y 10 hombres al corregidor de Porco, quién debía ir en guarda de ella hasta el corregimiento siguiente y así de corregidor en corregidor. Además, debía enviarse “un chasqui avisando de ello al Virrey Luis de Velasco y se escriban a los corregidores de Chuquiago y Cusco y al gobernador de Chucuito para que cuiden sus Repúblicas y la plata que se enviaba”¹¹.

Para el siglo XVII hay esta información. Potosí, 12 de abril de 1603, Tomás de Robledo en nombre del Capitán Sebastián de Merlo, procurador general de Potosí, daba su parecer sobre el cumplimiento de una Cédula del Virrey Luis de Velasco, que trataba de las exenciones que debían guardar los señores de minas e ingenios atendiendo al bien público y dar perpetuo silencio a los mercaderes que contradecían tan manifiesto bien público por sus intereses y granjerías particulares, además



MASCARÓN: TALLA PROBABLEMENTE ELABORADA ALREDEDOR DE 1856, POR EL ARTISTA FRANCÉS EUGENIO MULÓN, QUIEN GRABABA LOS PUNZONES O MATRICES QUE SELLABAN LOS TROQUELES PARA LA ACUÑACIÓN DE MONEDAS Y MEDALLAS EN LA CASA DE MONEDA DE POTOSÍ.

de tenerlos a los mineros “necesitados y sujetos pobres y aniquilados” por sus deudas.¹²

La Real Audiencia de Lima, por medio de su presidente y oidores, en 1674, envió una provisión a la ceca potosina, “para que en la fundición y ensaye de las barras y labor de la moneda se observe y guarde lo que se advierte por el ensayador mayor de España en un informe inserto en dicha provisión”.¹³ En 1732, dicha Audiencia junto al virrey marqués de Castelfuerte, solicitaron que de la Real Caja de Potosí se manden las cantidades que han producido el Real de Aumento y feble y se remitan en todas las cartas cuentas con la separación respectiva.¹⁴

Otro dato interesante es sobre las barras de otras Cajas Reales del Perú que ingresaban a la ceca potosina. El 24 de noviembre de 1758, se vendió una barra diezmada en las Cajas Reales de Chucuito, número 164, ley 2360 y peso de 218 p, 2r. Vendían para convertirlas a dineros, moneda corriente o reducción a plata sellada. El 11 de enero de 1777, ingresaron 62 barras y barretones con destino al socorro de las urgencias de Buenos Aires.

De Puno, hay ingresos desde 1813 hasta 1825, sobre las barras pertenecientes a la Caja Militar del Ejército Real. De Guamanga, nueve barras que ingresaron en 1822.¹⁵

7 Catálogo sobre minería..., 299, 1562, Madrid, 4 fs, ABNB.

8 Ídem, 526, 1579, fs.1, ABNB.

9 Ídem, 528, 1580, fs.1, ABNB.

10 Libro de Acuerdos del Cabildo de Potosí, 78, 1586, fs. 1-27, ABNB.

11 Ídem, 921, 1599, ABNB.

12 Catálogo de la Colección Ruck, 3, fs.119, 1603, ABNB.

13 Casa Real de Moneda de Potosí, 1328, 1674, fs.1

14 Ídem, 1407, 1732, fs.1

15 Ídem, 2032, 1758-1825, 54 fs.

Años después, 1758, Santelices, debido a la suma distancia que había de Potosí a la Corte y a Lima, obligaba a tomar las precauciones para el envío de monedas, disponiendo que por la Superintendencia con asistencia del escribano, contador y tesorero de la Casa se hayan de escoger las monedas que destinase para los ensayos y para que cese la más remota duda en cuanto a la identidad de las que se escogieren. Era todo un proceso muy meticuloso.¹⁶

De vecinos peruanos, en 1768 está la denuncia de Pedro de Revilla, del comercio de Lima, quien en carta al Juez de la Casa de Moneda, le hacía conocer que María de los Ríos, mestiza, esposa de Manuel Dávalos, carpintero de la Casa Real de Moneda, compró de su tienda franjas de plata y en el pago, reconoció que habían ocho pesos dobles cercenados por varias partes a cincel y el blanqueamiento que se les daba, los pesó y tenían cosa de seis ochavas. Sostenía que era un perjuicio al comercio y causa del bien público, debiendo evitarse el introducir ese vicio en un pueblo donde circulan tan grandes cantidades pasando la mayor parte por manos de la ingenua plebe.

Doña María y su esposo se defendieron, hubo el pesaje de las monedas y a todas ellas les faltó el peso correcto, por lo que había la presunción de ser el delincuente Manuel Dávalos y ordenaron se libre mandamiento en forma de prisión y embargo para él y su esposa.¹⁷

Un dato interesante relacionado con el error de una palabra en la acuñación de las monedas es como sigue. El 19 de junio de 1770, Felipe Santiago de Arce y Baz, contador interino de la Ceca potosina, recibió del Virrey del Perú una carta de Lima, con una copia del pedimento fiscal solicitado por don Pedro de Tagle por unas monedas que salieron con variación de una letra, poniéndose en lugar de la palabra “utra”, la de “urta”.

Arce ordenó una sumaria inmediata sobre el delito, para que al agresor y a los cómplices se les impongan penas proporcionadas al castigo del defecto y sean de escarmiento en lo venidero. Del proceso judicial, resultó como culpable y “reo el guardacauños interino Josep Álvarez”, disponiéndose que se proceda a la prisión de su persona.

Las monedas que tenían el mencionado defecto, habían sido depositadas en el Banco de Azogueros, ordenándose que se lleven a la Casa de Moneda y darles otras monedas perfectas y usuales. Don Luis Cabello, de la fieltura, reselló los 314 pesos defectuosos, los cuales, “salieron bien” y comunicaron a la autoridad virreinal.

Es posible que la palabra “utra” se refiera a la leyenda latina “*utraque unum*” que significa “ambos

son uno”, esto es, la unidad entre los territorios del imperio español en cada uno de los hemisferios.¹⁸

En 1771, se conocía de la competencia entre Pedro de Tagle, comisionado del virrey del Perú en la Ceca potosina y Jaime Sanjust, corregidor de la Villa potosina, sobre el conocimiento de la causa contra Matías Durán y Sebastián Pérez, vecinos de Cochabamba, por monederos falsos.¹⁹

Para el siglo XIX, diciembre de 1810, de acuerdo a una relación del personal en la Casa de Moneda, se constata la presencia en la fundición mayor de cizallas de José Sierra, 38 años, limeño y en Tesorería de Juan Manuel Solares, 35 años, arequipeño.²⁰

RELACIÓN ENTRE LAS CASAS DE MONEDA DE POTOSÍ Y LIMA

Destacamos lo siguiente. En carta del virrey del Perú, año de 1660, al Presidente de la Audiencia de La Plata, Nestares Marín, comunicaba que el Rey había quitado la Casa de Moneda de Lima por los continuos fraudes en el peso y ley de las barras y las monedas, debiendo realizarse la averiguación de lo que pasaba en la de Potosí.²¹

Ya en el siglo XVIII, Santelices, en 1751, hacía conocer del Informe de Joseph Rodríguez de Caraza, ensayador mayor de la Ceca limeña, sobre el reconocimiento de la ley, peso y talla de las tres suertes de monedas que le había enviado en julio, agosto y septiembre de 1751. Así, afirmaba que las había hallado ajustadas tanto en el peso como en la talla y no así en la ley. Por ejemplo, la moneda de dos reales de la partida de julio tenía 10 dineros y 21 granos faltando tres para los 11 y el octavo y el cuarto y el real sencillo estaban corrientes.

El cuarto y el real sencillo de la partida librada en agosto, en 10 dineros y 21 granos, faltando 3 granos para los 11 dineros que debía tener. El octavo y el de 2(dos) reales estaban con los 11 dineros. Finalmente, señalaba que el cuarto de la partida de septiembre tenía 10 dineros y 22 granos faltando dos granos para los 11 dineros que debía tener y el octavo, el de dos y el real sencillo estaban corrientes.

Santelices, con dicho Informe, mandó notificar a Luis Quintanilla, ensayador y fundidor mayor para que haga los ajustes en la ley y cumpla con las disposiciones que mandaba SM.²² Años después, 1776, Rodríguez de Caraza, presentaba otro informe de reconocimiento.

En 1773, Tagle, para dar principio a la acuñación en el nuevo edificio, solicitó material y otros a Felipe Colmenares, contador de la Casa Real de Moneda de Lima, quien, el 14 de febrero, comunicaba del envío a Potosí de 12 quintales de acero Mondragón y dos quintales de coronilla en 10

¹⁶ ídem, 2323, 1758, fs. 2

¹⁷ ídem, 1854, 1768, 10 fs.

¹⁸ ídem, 2166, 1770, 4 fs.

¹⁹ Catálogo sobre minería, 2378, 1771, 3 fs, ABNB

²⁰ Catálogo Colección Ruck, 236, 1810, fs.1 y 2, ABNB

²¹ Catálogo sobre minería, 1496, 1660, Lima, 1 fs. ABNB

²² Casa de Moneda de Potosí, 1422, 1751-1752, fs.IV

cajones, y dos cajones con limas, buriles, esmeril, pedazo de piedra candia, canuto con pizarras y otros. El costo de 10 cajas en cinco cargas hasta el Cusco fue de 35 pesos por carga, 175 pesos; y hasta Potosí a 40 pesos por carga, 200 pesos, todo 457 pesos y seis reales.

Y consultaba si el envío iba a ser por el correo próximo o de corregidor en corregidor por la carencia de arrieros que en tiempo de aguas transitaban esos caminos. Sanz decretó que se mande por correo y se conduzcan a lomo de mula en el primer chasqui que vaya por el Cusco.

Colmenares remarcaba que algunas herramientas y efectos se suplían de la Casa de Moneda de Lima, por no haber en la ciudad, con cargo de reintegro luego que acabe de descargar el navío “San Juan Bautista” donde se cree que venga. Es increíble que no haya en la región, limas y pedacillos de piedra candia de aceite, interrogaba. Se instruía para que Tagle pague al administrador de correos de Potosí, don Pedro de la Revilla, (quien era comerciante de Lima).

Tagle, respondió a Colmenares indicando que no había recibido las 10 cajas, sólo la 11 y 12, por lo que no pudo iniciar ni aplicar el trabajo de labor que ya estaba en corriente. Lo faltante, enfatizaba, no hay ni en Potosí ni en Buenos Aires y por casualidad consiguió piedra candia, lamentando que no había las limas buenas inglesas para arreglar las bocas de hileras.²³ Meses después, Tagle mandaba que Antonio Orias, guardamateriales a. i. reciba del correo los cajones llegados de Lima.

Y para evitar acuñaciones clandestinas con los cuños que se tenía hasta ese año de 1773, por orden del Virrey, se dispuso que se remachen y rompan totalmente los troqueles, punzones y demás instrumentos del cuño antiguo y así se hizo.

El virrey Amat, en 1775, escribió a San Just, adjuntándole los informes del reconocimiento de las monedas que le había enviado y que fueron reconocidas por el personal de la ceca limeña. Fue así. Josef Baeza, Teniente de Balanzario, por enfermedad de Fernando Dueñas, informó que las monedas las halló arregladas a su peso al que refieren las Reales Ordenanzas en permisos de fuerte y feble.

Por su parte, Josef Rivero de Zúñiga, talla, reconoció las monedas a las ocho certificaciones con que las han acompañado, habiendo hallado en cuanto “a las armas y el retrato que están unas enmendadas, pues aquellas tienen más claridad y menos confusión y este tiene más parecido a las matrices remitidas de Madrid, pero la dureza del pelo de la peluca que se les ha notado, no sólo no tienen enmienda sino que encontró en ellas mayor aspereza, por haber usado de buriles toscos que

han hecho su talla engarrotada”. En cuanto al cuño de los doces debe ponerse mayor cuidado en los troqueles porque se advierten, más delgados por unos cantos que por los contrapuestos.

Finalmente, los ensayadores Manuel Iglesia Abarca y Juan José Cano Melgarejo respecto a la ley, hallaron conformes todas las monedas.²⁴

Un documento interesante es del año de 1796, referido a la Representación que hicieron los “Ministros de las Cajas Foráneas de Oruro, para el reintegro de 108 mil y tantos pesos que les estaba debiendo la Casa de Moneda de Lima por las granallas” que les habían remitido para la elaboración de monedas desde el año de 1783 hasta fines de 1793.²⁵

Y respecto a las granallas, en ese año, inició un juicio José Serrano, arrendatario de las minas de Cobre de Corocoro, Partido de Pacajes y su fundición de Llauricocha, Partido de Sica Sica, contradiciendo la propuesta hecha por Blas Bustillo, descubridor de nuevas minas de ese metal en los cerros de Cacharría, doctrina de Curahuara, Partido de Pacajes, para la provisión de granalla a la Casa de Moneda de Lima.²⁶

En noviembre de 1796, hay una carta del Virrey de México, Marqués de Branciforte, al Superintendente de la ceca limeña, comunicándole que el 17 de ese mes ancló en el puerto de Acapulco la fragata Sacramento (alias), la Guayaquileña procedente de Guayaquil, en la que llegaron los talladores nombrados para la Casa de Moneda de Lima, Manuel Pérez de Ávila y de Potosí, Nicolás Moncayo, debiendo pasar a esos lugares.²⁷

Por último y también de enorme interés para la tecnología de la amonedación en oro, es la consulta que realizó Francisco Zeballos y Bustillos, contador de la Casa de Moneda de Potosí, al Superintendente de la Casa de Moneda de Lima sobre los trabajos en los “tejos de oro para su cambio a moneda” el 20 de octubre de 1799. Fueron siete consultas, entre ellas, indicamos sobre el pago del quinto real; si se funden por “toque en el lapizludio o si es por agua fuerte que corrientemente se llama ensaye real” y si en esa Casa de Moneda de Lima se ha observado y observa el “método de Monciux de Sage, que por Real orden circular se mandó se practicase así o si se sigue con el método antiguo conforme lo que indica Caballero en las hornillas que son comunes”, cuyo método ha sido y es usado en esta Casa de Moneda. No encontramos la respuesta.²⁸

LA CASA DE MONEDA DE POTOSÍ

A todo lo conocido, añadamos un algo más de la ceca potosina. Por los Acuerdos del Cabildo de Potosí, se

²³ Ídem, 2266, 1773, 8 fs

²⁴ Casa de Moneda de Potosí, 2238,1775, 3fs.

²⁵ Catálogo sobre minería, 2731, 1796, Oruro-La Paz, 3 fs. ABNB

²⁶ Ídem, 2733, 1796, 90 fs. ABNB

²⁷ Casa de Moneda de Potosí, 1516,1796, fs.1

²⁸ Ídem, 2350, 1799, 4 fs.

conoce que el 14 de julio de 1572, decidieron que habiendo los vecinos de la ciudad de La Plata obtenido del Virrey Francisco de Toledo se asiente la Casa de Moneda en un sitio comprado allí al efecto, este Cabildo envíe un comisionado al Cusco a contradecir ante el virrey esta elección y obtener que ésta se lo haga en Potosí.²⁹

La primera Casa de Moneda fue establecida en Potosí entre 1572 a 1574 con Jerónimo Leto, su constructor. La segunda, 1759 -1773, fue iniciada por Salvador de Villa y concluida por Luis Cabello. Tuvo un costo total de 1 148 452 pesos y seis reales. Es la de mayor superficie cubierta que se construyó en América colonial, con 7 570 metros cuadrados, considerándose el mejor monumento civil llamado “El Escorial de América”. En 1869, se adquirió maquinaria a vapor y en 1905, maquinaria eléctrica que trabajó de 1909 a 1953.

En 1940, la Sociedad Geográfica e Historia de Potosí tuvo a su cargo administrar y organizar el museo y archivo, y desde 1969, el Banco Central de Bolivia tomó esa responsabilidad y en los últimos años es la Fundación Cultural del Banco Central de Bolivia.

De lo investigado, en 1626, se registraron los rieles de plata que entregaron los mercaderes de la Casa de Moneda de la Villa Imperial de Potosí, al tesorero Alonzo de Guerta y derivadas a los capataces. De mercaderes estaban Luis Delgadillo Sotomayor, Juan de Figueroa, Diego López Tufiño, Francisco Alonzo Caballero y en 1628, Cebrián Gutiérrez y Simón de Heredia, quien en 1631 era tesorero de la Casa de Moneda y reclamaba sobre las mermas de plata que existían en el proceso de blanqueamiento.³⁰

En la perspectiva social, los esclavos negros que fueron parte de la historia potosina, deben merecer estudios junto a los indígenas, que así también estuvieron dentro de la ceca potosina. Por ejemplo, en 1644, Bartolomé Hernández, tesorero, nombró en sustitución de don Mateo Cusipaucar como cacique principal de los yanaconas a Pedro Curu Cusipaucar para proveer de indios a las fundiciones.³¹ Y, en 1751, se menciona la fuga de un indio de una hornaza por robo de marcos de plata.

Para el siglo XIX y en la etapa de la Guerra de la Independencia, año de 1812, José Manuel de Goyeneche pidió al Cabildo Metropolitano de La Plata, para que de la plata labrada propia de la Catedral platense y fuera de servicio, se puedan prestar al Rey, en un monto de 5 a 6 mil marcos, los cuales iban a ser destinados para las urgencias de la guerra. Así evitaban el recargar más a la Casa de Moneda y al Banco de San Carlos, representando esa facilitación en un alivio al ramo de la

minería.³²

En ese proceso libertario, el personal de la Casa de Moneda no estaba ausente porque los oficiales mayores, empleados y dependientes, en 1820, juraron guardar la Constitución Política de la Monarquía española. El 10 de marzo de 1820, el rey Fernando VII había jurado la Constitución española.³³

En 1817, el superintendente de la Casa de Moneda de Potosí “prohibía la circulación de la “moneda revolucionaria” para evitar el daño al Real Erario y al público por tener defectos de acuñación³⁴ y en 1822, dispusieron que se “refundan las monedas revolucionarias” que mensualmente remitirían todos los ministros de la hacienda pública.

La Asamblea Constituyente de Buenos Aires, 13 de abril de 1813, había dispuesto la acuñación de monedas con la misma ley y peso que tenían las monedas de oro y plata; pero con otros nuevos elementos.

ALGUNAS CONSIDERACIONES

Así concluimos este homenaje a los 450 años de la Casa de Moneda de Lima, con el compromiso de seguir investigando las relaciones institucionales que se fueron dando entre estas cecas americanas. No se debe olvidar ni ignorar que detrás de cada moneda hay una historia, cerros, minerales, tecnología, maestros, oficiales, indígenas, esclavos negros, falsificación, fraudes y otros. Deben ser parte de la historia de la otra cara de las monedas. Dios mediante, seguiremos en ello.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS OBTENIDAS EN EL ARCHIVO HISTÓRICO DE LA CASA DE MONEDA, POTOSÍ Y EN EL ARCHIVO Y BIBLIOTECA NACIONALES DE BOLIVIA, SUCRE

- **Barnadas, Josep M., 1973.** Charcas, 1535-1565, Cipca, La Paz.
- **Burzio F., Humberto, 1945.** La Ceca de la Villa Imperial de Potosí y la moneda colonial, Buenos Aires.
- **Contreras, Carlos y Carlos Morales, 2015.** Cuatro Siglos y Medio de Monedas Peruanas, Lima.
- **Cunietti-Ferrando, Arnaldo J., 1995.** Historia de la Real Casa de Moneda de Potosí durante la dominación hispánica. 1573-1652, Buenos Aires.
- **Chacón Torres, Mario, 1977.** Potosí Histórico y Artístico, Rotary Club, Potosí.
- **Dargent Chamot, Eduardo, 1997.** “La Casa de Moneda de Potosí”, en Las Casas de Moneda en los Reinos de Indias, Cecas de Fundación Temprana, Museo Casa de la Moneda, Madrid.
- **Euromint, Guía de las Cecas Españolas (Glenn Murray, asesor numismático), 2003.** Segovia.
- **Eujenio Mulon, 1995.** El Mascarón de la Casa de Moneda, Potosí.
- **Valda Martínez, Edgar A. 2003.** De Casa de Moneda a Museo de Arte, Potosí, FCBCB.
- **Vignale, Pedro J. 1944.** La Casa Real de Moneda. Buenos Aires.

²⁹ Catálogo sobre minería, 430, 1572, ABNB

³⁰ Casa de Moneda de Potosí, 986,1626, fs.1

³¹ ídem,1128,1644, fs.1

³² Catálogo de minería, 2866, 1812, fs.1

³³ Casa de Moneda de Potosí, 2018,1820, fs.2

³⁴ Ídem, 2199, 1817 fs.1

LA PRIMERA

Guerra mundial y la introducción de la

MONEDA FIDUCIARIA

en el PERU¹

CARLOS CONTRERAS CARRANZA*

* Departamento de Economía de la PUCP.

«No se necesita riqueza metálica, como es el patrón oro, sino medio circulante barato que facilite los cambios y desarrolle las industrias nacionales. El papel moneda no es la ruina de los pueblos, sino el elemento tonificante de las naciones en las horas de enervamiento económico. Es el recurso extremo del déficit fiscal y el auxiliar de la industria en las horas de tribulación, cuando disminuyen los rendimientos del capital, cuando viene la insuficiencia de la producción.»²

La Primera Guerra Mundial (1914-1918), cuyo centenario estamos conmemorando en estos años, trajo hondas y largas consecuencias para la economía y la sociedad peruanas. Una de las más importantes fue el cambio de régimen de nuestra moneda, que de un sistema metálico basado en el oro y la plata, pasó a uno de moneda de papel, que llevó ulteriormente a la creación del Banco de Reserva.

El estallido de la guerra en Europa en 1914 provocó la suspensión del comercio internacional del oro. Para reemplazar el sistema monetario peruano basado en la moneda metálica, se recurrió a la emisión de “cheques circulares” por parte de los bancos de Lima, con la promesa de su convertibilidad una vez superada la emergencia. Una Junta de Vigilancia integrada por representantes del gobierno, los gremios empresariales y los bancos supervisó la emisión de los cheques y velaría por la promesa de su convertibilidad. Esta quedó, empero, en el aire. En 1918 la guerra terminó y un año después la Paz fue firmada, pero la convertibilidad de los billetes al oro nunca se restableció; o solo ocurrió efímeramente durante algunos meses

de 1931. A partir de 1914, sin ser conscientes de ello, los peruanos habíamos entrado en la era de la moneda fiduciaria e inconvertible.

La moneda fiduciaria no basa su valor en su soporte físico, como en el caso de las monedas de oro o plata, sino en la fe que se deposita en su convertibilidad al metal precioso, a otras monedas que sí sean convertibles al metal precioso, o simplemente en la confianza de que serán aceptadas por las demás personas como medio de pago. La volatilidad del valor de la moneda fiduciaria tiende a ser grande, puesto que las entidades que garantizan la convertibilidad suelen ser gobiernos que se reservan el derecho de cambiar la cantidad de metal precioso o de moneda extranjera equivalente por la unidad monetaria, o de suspenderla indefinidamente por variopintas razones.³

El “peso” del siglo XIX y el “sol” que lo sustituyó desde 1863 mantuvieron un importante poder de compra por casi una centuria, por ser discos de metal precioso. Cuando fueron acuñados en papel, como sucedió en la década de 1870, su valor se depreció, hasta tener que cambiarse a razón de 120 soles papel por un sol de plata. El retorno a la moneda de papel a partir de 1914 reiteró esta experiencia. Sin embargo, tampoco era ya posible en el siglo XX manejarse con una moneda metálica: el precio del oro y la plata se volvió errático a partir de los años veinte y surgieron dudas acerca de si la producción de dichos metales podría incrementarse a un compás parecido al de la producción, y si su comercio fluiría libremente (las grandes naciones tendían a acaparar las reservas de metales preciosos, prohibiendo eventualmente su salida).⁴

¹ El autor agradece la eficiente asistencia de Gloria Centeno en la investigación documental y de fuentes.

² Aníbal Maúrtua, El Banco de la República Peruana. Plan económico financiero. Lima: 1915; p. 8.

³ Bruno Moll, La moneda. Lima: Imprenta Gil, 1938.

⁴ Ver Ignacio Meller, Patrón de oro o bimetalismo. Lima: 1932.

Las primeras consecuencias de lo que finalmente se convertiría en la I Guerra Mundial fueron negativas para la economía, por la parálisis del comercio, la caída de los ingresos del gobierno (que dependían fuertemente de las aduanas) y el retiro de oro de los bancos.⁵ El gobierno reaccionó decretando feriados bancarios del tres al siete de agosto de 1914. El ocho de agosto se reanudó la actividad bancaria y se prohibió la exportación del oro bajo pena de comiso.⁶ La medida provocó el retiro de las monedas de oro de la circulación; incluso las monedas de plata salían difícilmente de los bolsillos. La situación amenazaba paralizar el comercio.

La secuencia natural de esta sobrevaluación del oro y la plata tendría que haber sido una deflación o caída de los precios. Ello habría derivado en una situación de recesión económica, pero que seguramente habría sido temporal en la medida que buena parte de la población requería de todos modos hacer compras para asegurar su manutención y tendría que haber devuelto finalmente a la luz las apreciadas monedas metálicas. La sobrevaluación del tipo de cambio a que esto habría conducido perjudicaba, sin embargo, los intereses de los exportadores, puesto que sus azúcares y algodones; así como sus cobres y otros minerales resultarían cotizados a precios poco competitivos en los mercados, al tiempo que los bienes importados resultarían, en cambio, sumamente baratos, arruinando a la industria interna.

El gobierno y la élite económica acordaron como medida de emergencia emitir un circulante de papel que trató de evitar la palabra “billete”, de infame memoria por el amargo recuerdo que el billete fiscal aún guardaba entre la población de mediana y avanzada edad.⁷ Se le llamó “cheque circular” y no sería emitido por el gobierno sino por los bancos privados existentes en Lima. Para su emisión, los bancos deberían ofrecer un 35% de respaldo en oro y el 65% restante en otros activos.⁸ Estos cheques serían redimidos por la moneda metálica de oro seis meses después del fin de la guerra. Se dispuso un tope de emisión de 1.100.000 Libras peruanas (Lp), que en 1918 fue elevado hasta los tres millones (ley 2755).

La supervisión de estas disposiciones fue confiada a una Junta de Vigilancia del Cheque Circular integrada por cinco miembros: dos representantes del poder legislativo, uno del gobierno, uno de los bancos y otro de la Cámara de Comercio de Lima.⁹ Inicialmente se emitieron billetes de una, cinco y diez Lp; posteriormente se sacaron también a la luz billetes de media Lp. La aceptación de estos billetes en el comercio de las principales ciudades llevó a un relajamiento de las restricciones impuestas para la emisión. En el mes de setiembre, el gobierno obligó a los bancos a un préstamo de 500 mil Lp en cheques circulares,¹⁰ y en octubre, la ley 1982 rebajó a sólo un 20% de respaldo en oro; lo restante podía dividirse en un 30% de cédulas hipotecarias y 50% en otro tipo de valores aceptados por la Junta de Vigilancia.



CHEQUE CIRCULAR DE 5 LP, DE 1914. COLECCIÓN BCRP.

⁵ Quiroz, Alfonso W. 1994. “Desarrollo de la Banca Central”; p. 110. En Pedro Tedde y Carlos Marichal, coords., La formación de los bancos centrales en España y América Latina. V. II; pp. 103-117. Madrid: Banco de España, 1994.

⁶ Bruno Moll y Emilio Barreto, “El sistema monetario del Perú”; p. 14.

⁷ En la década de 1880, el billete fiscal se depreció fuertemente y, al final, fue repudiado por el mismo gobierno que lo había emitido, rechazándolo como pago de los impuestos por parte de la población, situación que provocó protestas sociales y crisis políticas. Véase nuestro trabajo La economía pública en el Perú después del guano y el salitre. Crisis fiscal y elites económicas durante su primer siglo independiente. Lima: BCRP-IEP, 2012. Sobre el deseo de esquivar la palabra billete, véase Eduardo Dargent, El billete en el Perú. Lima: BCRP, 1979.

⁸ Los cheques circulares fueron impresos en Lima a cargo del litógrafo alemán Teodoro Scheuch. Eduardo Dargent, El billete en el Perú.

⁹ Ley 1968 del 22 de agosto de 1914. Bruno Moll y Emilio Barreto, “El sistema monetario del Perú”. En Revista de Economía y Estadística; año IV, N° 3; pp. 1-88. Córdoba: 1943; pp. 14-15.

¹⁰ Augusta Alfame Rodríguez-Larraín, “Evolución de las instituciones monetarias”. En BCRP-AID, Apuntes sobre el proceso histórico; pp. 13-77; p. 57.

Paralelamente el gobierno había procurado aumentar la acuñación de soles de plata, pero como ésta también huía del mercado, una ley (la N° 2426, de 1917) dispuso la emisión de cheques circulares de diez centavos de Lp, o sea un sol, hasta por medio millón de Lp, mientras otra ley (la 2435 del 10 de agosto del mismo año) dispuso la acuñación de monedas de níquel de diez, veinte y cinco centavos.¹¹ Por su semejanza con la plata, fue fácil la introducción de estas monedas entre la población popular. La moneda fiduciaria (la moneda de níquel, aunque de metal, era también fiduciaria en la medida que no existía una correspondencia entre su soporte físico y su valor) continuó así su obra de desplazamiento del circulante metálico. El 18 de enero de 1919, ya terminada la guerra, la autorización para la emisión de billetes se volvió ilimitada en cuanto a la cantidad, siempre y cuando contasen con un respaldo en oro del 100%.¹²

Durante la guerra, a pesar de la desaparición de la moneda de oro y su reemplazo por los cheques circulares, ocurrió una apreciación de la Lp con respecto a las principales monedas del mundo, que eran las de los países envueltos en el conflicto. De un cambio de 4,85 dólares por Lp vigente antes del conflicto, se alcanzó niveles de hasta 5,65 dólares por Lp en 1918; en cuanto a la libra esterlina británica, se pasó de un cambio de 239 peniques por Lp en 1914, a uno de 292 peniques en 1918.¹³ La tendencia se hizo notoria a partir de 1916 y obedecía a los fuertes superávits de nuestra balanza comercial. Para contrarrestar la apreciación de la moneda, que encarecía las exportaciones peruanas, se restableció desde marzo de 1916 la libre exportación de oro.¹⁴ Pero la apreciación no se detuvo hasta el final de la guerra, dada la fuerte tendencia expansiva de las exportaciones. El mismo conflicto había provocado la elevación de los precios de los metales, el azúcar, algodón y otras exportaciones peruanas.

La elevada desigualdad económica y la estructura social de un país que un viajero europeo de unas décadas atrás había descrito como carente de clase media,¹⁵ contribuyeron al retraso de las importaciones durante la bonanza exportadora de la Primera Guerra Mundial. La economía peruana era de tipo bajo absorbente.¹⁶ De acuerdo a lo que en economía se conoce como la ley de Say, es imposible que aumente la producción en una región, sin que paralelamente

aumente su consumo, puesto que para incrementar la producción es menester adquirir insumos y herramientas, como pagar mayores salarios y otras gabelas. Quienes venden los insumos a los productores y cobran los salarios que estos pagan, volcarán al consumo sus ingresos, equilibrando los platillos de los dos lados de la economía. Sin embargo, cuando se trata de sectores productivos que emplean poca mano de obra, o existe sobre oferta de ésta, y cuando es posible aumentar la producción sin expandir la capacidad instalada, pueden ocurrir situaciones como la vista en el Perú de la Primera Guerra Mundial. Entre los quinquenios 1910-1914 y 1915-1919 el promedio anual de las exportaciones peruanas pasó de 84 millones de soles a 187 millones de soles (de una moneda que, además, se había revaluado). Las importaciones crecieron en los mismos períodos de un promedio anual de 53 millones a uno de 94 millones. Aquellas se elevaron 123%, mientras estas solo lo hicieron en 77%.

Este saldo superavitario tenía como causa el elevado grado de concentración de la riqueza en el sector exportador: pocos grandes propietarios o empresarios, recibiendo porciones significativas de las ganancias, al lado de miles de trabajadores cuyas remuneraciones no montaban una tajada tan importante como aquella. En consecuencia, el consumo no se elevó en la misma medida que el incremento de las ventas al exterior; en todo

“ La experiencia monetaria de la Primera Guerra Mundial resultó decisiva para la modernización del sistema monetario peruano ”

¹¹ Moll y Barreto, “El sistema monetario”; p. 17. Ver también Memoria del Presidente del BCRP de 1935.

¹² Moll y Barreto, “El sistema monetario”; p. 19.

¹³ Una libra esterlina era igual a 240 peniques.

¹⁴ Ley 2727 del 20 de marzo de 1916. Moll y Barreto, “El sistema monetario”; p. 17.

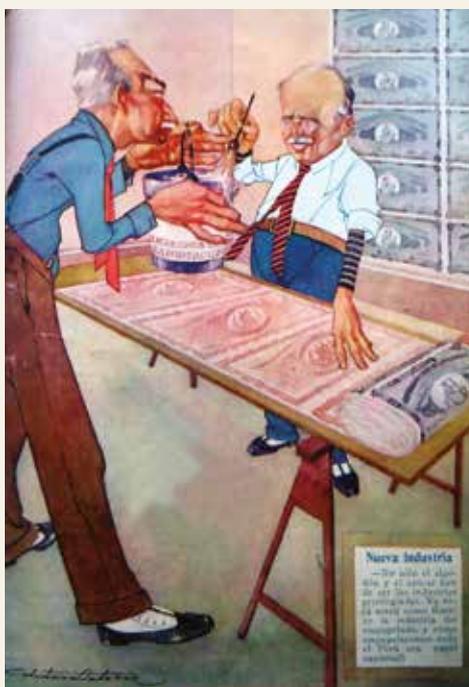
¹⁵ Se trató de Charles Wiener; ver su obra Perú y Bolivia. Relato de viaje, seguido de estudios arqueológicos y geográficos y de notas sobre la escritura y los idiomas de las poblaciones indígenas. Lima: IFEA y UNMSM, 1993 [ed. original: 1880].

¹⁶ Charles Kindleberger, Historia financiera de Europa. Barcelona: Ariel, 1988.



REFLEXIONES BANCARIAS

—Bendigo tu memoria; ¡oh extraordinario 1914! que nos has dejado la fecunda herencia del billete bancario ¿Qué nos dejará tu sucesor?...



CARICATURAS DE VARIEDADES DE 1915 Y 1917, RESPECTIVAMENTE. EL AUTOR AGRADECE LA CORTESÍA DE ALEJANDRO SALINAS SÁNCHEZ, QUIEN LAS FACILITÓ. EN LA PRIMERA SE VE A JOSÉ PAYÁN, QUE LAS FUENTES REFIEREN COMO ARQUITECTO DEL SISTEMA DEL CHEQUE CIRCULAR; EN LA SEGUNDA SE APRECIA AL PRESIDENTE JOSÉ PARDO FABRICANDO BILLETES, LOS QUE SARCÁSTICAMENTE SON CITADOS COMO LA NUEVA INDUSTRIA NACIONAL. EL GOBIERNO DE PARDO INTRODUJO LOS IMPUESTOS A LA EXPORTACIÓN EN 1915, DESPUÉS DE UNA EXONERACIÓN QUE HABÍA DURADO VEINTICINCO AÑOS.

caso, se habría orientado hacia el consumo de bienes solamente locales como viviendas, alimentos, ropas o bebidas para cuya elaboración no se requería de importaciones.¹⁷ En los años veinte parece que los salarios sí comenzaron a recibir una dosis mayor de las ganancias de las exportaciones. Esto sucedió, por ejemplo, en el sector de trabajadores de la caña de azúcar y el algodón, y “el aumento de los salarios agrícolas [...] se trasladó a los salarios de toda la mano de obra en general”, de acuerdo a la percepción de Oscar Arrús.¹⁸ Ocurrió entonces una importante subida de los precios de los alimentos, cuya base era, según el mismo observador, el aumento del valor de la tierra. Entre 1914 y 1921, Arrús estimó que los precios de los elementos más importantes de la canasta familiar se habían duplicado.

La experiencia monetaria de la Primera Guerra Mundial resultó decisiva para la modernización del sistema monetario peruano. Al término de ella, el país contaba en la práctica con una moneda fiduciaria de papel: los cheques circulares emitidos por los bancos particulares, cuya emisión era controlada por una comisión compuesta de

representantes del gobierno, la banca y el comercio de la capital, que garantizaban la convertibilidad de los billetes al oro en un plazo mediano. En un informe publicado en 1915 acerca de la conveniencia de establecer un “Banco de la República”, el futuro Ministro de Hacienda Aníbal Maúrtua, resumió la idea que probablemente ya flotaba en el ambiente financiero cuando expresó que: “El papel moneda no es la ruina de los pueblos, sino el elemento tonificante de las naciones en las horas de enervamiento económico. Es el recurso extremo del déficit fiscal y el auxiliar de la industria en las horas de tribulación, [...]”¹⁹

En resumen, si bien dicho escenario había sido adoptado como un programa temporal, mientras durasen las anomalías producidas por la guerra; al fin de ésta, con la firma de la Paz de Versalles en 1919, se abrían dos caminos para el Perú: retornar al régimen de las monedas de oro y plata vigente hasta 1914, o volver definitivo el sistema montado como temporal. Fue un tema polémico en la opinión ilustrada del país, que se vertió incluso en caricaturas dadas a publicidad en revistas de la época.²⁰

¹⁷ Rosemary Thorp y Geoffrey Bertram reseñaron una disminución en el dinamismo de la industria a partir de la segunda década del siglo XX (Perú 1890-1977. Crecimiento y políticas en una economía abierta. 2da ed. Lima: CIUP, 2013; pp. 155-172), lo que nos hace pensar que el consumo de los trabajadores directos o indirectos del sector exportador se volcó hacia bienes producidos artesanalmente en el propio medio rural, antes que por la industria urbana.

¹⁸ Oscar Arrús, El costo de la vida en Lima y causas de su carestía. Lima: Imprenta Americana: 1925.

¹⁹ Aníbal Maúrtua, El Banco de la República; p. 8. Ver la cita completa en el epígrafe inicial de este capítulo.

²⁰ Ver, por ejemplo, Benjamín Roca, Opiniones sobre el problema del cambio. Lima: Imprenta Gil, 1918; así como los números de la revista Economista Peruano, Mundial y Variedades de la época.



libros y certámenes

► MONEDAS DE LA SERIE RIQUEZA Y ORGULLO DEL PERÚ

Se pusieron en circulación dos monedas de S/1,00, una alusiva al sitio arqueológico de Huarautambo, Pasco y a la cultura Vicos, Piura, en noviembre y diciembre, respectivamente.

► X CONCURSO ESCOLAR BCRP 2015

El equipo del colegio Nuestra Señora del Carmen-Carmelitas (Lima), ocupó el primer puesto. El de la institución educativa Señor de Ccoyllur Ritt'y, del Cusco, el segundo puesto; y el del colegio Abilia Ocampo, de San Martín, el tercero. Los trabajos fueron expuestos y sustentados por sus autores en la ceremonia realizada el 20 de noviembre.



► VII CONCURSO NACIONAL DE PINTURA DEL BCRP

Luis Antonio Torres Villar, con su obra "De la serie Reconquista Arpa", una impresión manual sobre papel e iluminada con aplicaciones de arcilla, fue proclamado ganador del VII Concurso Nacional de Pintura Banco Central de Reserva del Perú, dotado de S/20 000.



► XXXIII ENCUENTRO DE ECONOMISTAS

El presidente del Banco Central de Reserva del Perú, Julio Velarde, inauguró el XXXIII Encuentro de Economistas, realizado el 27 y 28 de octubre. Este evento reunió a destacados profesionales nacionales y del exterior para analizar y debatir 44 trabajos de investigación en diversos campos de la economía.

► 450° ANIVERSARIO DE LA CREACIÓN DE LA CASA NACIONAL DE MONEDA

En el marco de las actividades para celebrar este aniversario, el BCRP dispuso la emisión de una moneda de uso corriente conmemorativa de los 450 años de la creación de la CNM.



► REUNIONES ANUALES DEL GRUPO BANCO MUNDIAL Y FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

Entre el 9 y 11 de octubre, Lima fue sede de estos foros, los más importantes del ámbito económico y financiero internacional. Fue un reconocimiento de la comunidad internacional a la estabilidad macroeconómica del país.



► REPORTE DE INFLACIÓN DE DICIEMBRE

El presidente del BCRP presentó a los medios el 18 de diciembre este documento que contiene el análisis y las proyecciones macroeconómicas de 2015-2017.

► ENCUENTRO ECONÓMICO DE AYACUCHO Y HUÁNUCO

Eventos organizados por el BCRP, el 7 y 8 de agosto, en Huamanga, y el 27 y 28 de noviembre en la ciudad de Huánuco. Autoridades, analistas, empresarios y académicos debatieron sobre el potencial de desarrollo económico y social de la respectiva región.



COMPENDIO DE HISTORIA ECONÓMICA EN EL PERÚ TOMO V LA ECONOMÍA PERUANA 1930-1980

Los años comprendidos entre 1930 y 1980 constituyeron una era de modernización y conflicto en la economía peruana. Lo primero, porque la población se multiplicó por tres, ensanchando el mercado interno; el territorio comenzó a comunicarse mejor, gracias a la inversión en carreteras, telefonía y aviación comercial; se expandió el gasto público con la duplicación del número de ministerios, especialmente en el campo "social", como la Salud, el Trabajo y la Educación; y se difundió el uso de la moneda de papel, que le otorgó al Estado a través del Banco Central, una poderosa herramienta para influir en la economía. Lo segundo, porque el debate en torno a cómo y hacia dónde debía orientarse el desarrollo económico nacional fue álgido y enconado, lo que resultó en el controvertido experimento militar conducido por el general Velasco Alvarado al final del período.

Doctos economistas e historiadores analizan en este volumen la marcha de los sectores productivos y exponen las líneas maestras de las políticas desplegadas durante el medio siglo transcurrido entre la gran depresión mundial y el fin del gobierno militar en el Perú. Igual que en los tomos anteriores de esta colección, que se realiza bajo el auspicio del Banco Central de Reserva del Perú y el Instituto de Estudios Peruanos, se añade un anexo cuantitativo de los principales indicadores de la producción, el comercio y las finanzas nacionales.

SERIE NUMISMÁTICA RIQUEZA Y ORGULLO DEL PERÚ

El Banco Central de Reserva del Perú ha puesto en circulación la vigésimo segunda moneda de la Serie Numismática Riqueza y Orgullo del Perú, alusiva al Sitio Arqueológico de Huarautambo. 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	2015
PESO	7,32g	EMISIÓN MÁXIMA	12 000 000
DIÁMETRO	25,50mm	MES	Octubre



www.bcrp.gob.pe/billetes-y-monedas/monedas-de-coleccion.html

SITIO ARQUEOLÓGICO DE HUARAUTAMBO

Huarautambo es un asentamiento de la época incaica cuya función más importante era servir de tambo y santuario. Se encuentra situado a 7 km de Yanahuanca, en Pasco, frente al poblado de Astobamba, donde existen restos pre-incas. Forma parte del Qhapaq-Ñan y es uno de sus más elegantes lugares de reposo. Está al centro del camino entre Cusco y Cajamarca, en plena cordillera, a 3 600 m de altitud.

El tambo santuario de Huarautambo se edificó entre los siglos XII y XVI. Está separado de Astobamba por un río que se puede cruzar por un hermoso puente incaico, que posee unas cascadas muy vistosas que pasan a través de recintos de estilo imperial cusqueño.

Este conjunto arqueológico es único en todo el Tawantinsuyo, y refleja una visión claramente ligada al culto al agua. En la edificación central existe una hermosa fuente con cuatro vertientes alimentadas desde un manantial en las alturas. Huarautambo asombra no solo por su condición de tambo en el camino sino por el espectacular despliegue de sus fuentes de agua, que solo tiene parangón contemporáneo con el Santuario de Tipón en Cusco y el de la Huaca de los Caranquis en el norte de Ecuador.





El kero en las monedas de Cinco Soles de Oro

El 28 de junio de 1968, durante el gobierno de Fernando Belaúnde Terry, se autorizó al Banco Central de Reserva del Perú acuñar monedas de curso legal de diez y cinco Soles Oro por Decreto Supremo 212-68HC. Para las de cinco Soles Oro, se dispuso que debían tener un peso de cinco gramos y un diámetro de 25,5 milímetros.

En el anverso de estas monedas, están grabadas la imagen del Escudo Nacional, la leyenda "Banco Central de Reserva del Perú" y la fecha 1969. Bajo el lazo que une las ramas de palma y laurel se encuentra una pequeña letra "P", que representa el monograma de la Casa de Moneda de París, ceca donde se acuñaron.

La figura principal del reverso es el kero, vaso ceremonial incaico utilizado para officiar rituales. En su diseño destaca la figura de una llama y bandas laterales que presentan motivos geométricos. Sobre el kero se encuentra la denominación de la moneda en cifras y debajo, la leyenda "Cinco Soles de Oro". Además, se nota dos pequeñas figuras a cada lado del kero, cuyo significado iconográfico es desconocido.



MUSEO NUMISMÁTICO DEL PERÚ

Jirón Junín 781, Lima