



•••
ANÁLISIS

Lecciones de la crisis rusa de 1998

•••
**POLÍTICA
MONETARIA**

Medidas del Banco Central de Reserva para enfrentar la crisis internacional

•••
HISTORIA

Economía prehispanica: punto de partida para conocer nuestro pasado



FORTALEZAS DEL PERÚ

ante la crisis internacional



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
www.bcrp.gob.pe

TÚ YA LO CONOCES ÚSALO ES SEGURO

BILLETE DE S/.200

DOSCIENTOS
NUEVOS SOLES



MARCA DE AGUA

Al colocar el billete al trasluz verás el rostro del personaje en tonos claros y oscuros.



TINTA QUE CAMBIA DE COLOR

Gira levemente el billete y verás que el valor en números cambia de color, de verde a azul.



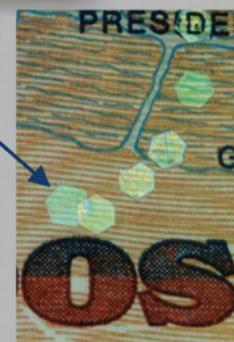
IMAGEN LATENTE

Al colocar el billete en forma horizontal a la altura de los ojos, se hace visible la denominación en números.



Anverso Reverso

REGISTRO PERFECTO
Rosa estilizada coincidente al trasluz.



PLAQUETAS IRIDISCENTES

Son pequeños trozos de material sintético de forma hexagonal que cambian de color al girar levemente el billete.



Sumario

MONEDA

Marzo 2009



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

PRESIDENTE JULIO VELARDE FLORES /
VICEPRESIDENTE CARLOS RAFFO DASSO /
DIRECTORIO BEATRIZ BOZA DIBOS, MARTHA
RODRÍGUEZ SALAS, JOSÉ CHLIMPER ACKERMAN,
ABEL SALINAS IZAGUIRRE, ALFONSO LÓPEZ CHAU /
GERENTE GENERAL RENZO ROSSINI MIÑÁN
/ **EDITOR DE LA REVISTA** JOSÉ ROCCA
ESPINOZA.

CARÁTULA CAJA FUERTE, CASA NACIONAL DE MONEDA.

FOTO RÓMULO LUJÁN

ISSN (impreso): 1991 - 0592

ISSN (digital): 1991 - 0606

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

❖ Jirón Miró Quesada 441-445, Lima Teléfono: 613 2061

4 LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y LOS CANALES DE TRANSMISIÓN

• MAURICIO DE LA CUBA

Las economías desarrolladas están en un proceso recesivo que ha excedido la mayoría de pronósticos hechos hace pocos meses atrás. El ámbito comercial y el financiero son las vías por donde la crisis golpea al resto de economías.

10 DE LA CORRECCIÓN INMOBILIARIA A LA CRISIS FINANCIERA

• MAURICIO DE LA CUBA Y ROSARIO BERNEDO

La crisis financiera internacional se originó en las malas prácticas hipotecarias *subprime* de EE.UU. y se esparció rápidamente a los sistemas financieros internacionales por la pérdida de confianza en los mercados. Los autores nos presentan el origen, desarrollo, dispersión y medidas para enfrentar la turbulencia del virus *subprime*.

17 DESACELERACIÓN CHINA Y SUS EFECTOS SOBRE EL MUNDO

• JESÚS FERREYRA Y JOSÉ LUIS VÁSQUEZ

China, uno de los principales motores de crecimiento del mundo, empieza a desacelerarse, lo que tendría efectos nocivos sobre las economías emergentes a través de los canales comercial y financiero. Esto presionaría al alza las tasas de interés y generaría fuerzas depreciatorias sobre el dólar.

23 LA CRISIS GLOBAL 2007-2009 Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

• ZENÓN QUISPE, DAVID LEÓN Y ALEX CONTRERAS

En un contexto de crisis financiera global, el Perú tiene una de las inflaciones más bajas de la región, mantiene la normal fluidez de la cadena de pagos y del crédito; y presenta un tipo de cambio sin volatilidades extremas. Aquí se evalúan las medidas adoptadas por el Banco Central de Reserva.

34 ESCILA Y CARIBDIS Y LAS OPCIONES DE REGÍMENES CAMBIARIOS

• RENZO ROSSINI

Un régimen cambiario de flotación administrada es la opción intermedia cuyo objetivo principal es preservar la estabilidad financiera. Desde hace 19 años el Perú ha optado exitosamente por este esquema.

37 AUGE Y CAÍDA DEL MODELO ACTUAL DE LOS BANCOS

• MARIA TERESA GARAYAR

El análisis de la evolución que ha experimentado la banca internacional muestra los excesos incurridos en las últimas décadas.

40 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ DE LAS ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO

• FELIPE BARRERA

Las entidades del sistema financiero presentan una posición financiera sólida, como lo muestra el análisis del período noviembre 2007-noviembre 2008.

43 LECCIONES DE LA CRISIS RUSA PARA ENFRENTAR LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

• PAUL CASTILLO Y JAVIER PEREDA

Este artículo busca extraer lecciones de política que permitan enfrentar con éxito la crisis actual, a partir de la experiencia obtenida de la crisis rusa de 1998.

49 ENTENDIENDO LA LIBOR COMO *BENCHMARK*

• PAUL ZANABRIA

¿Es la Libor un indicador confiable en medio de la crisis financiera? Con la reducción de pasivos de los balances del sector financiero, que continuará por un tiempo más, y con las presiones sobre los activos de los bancos, actualmente se discute si podría haber una tasa alternativa a la Libor.

53 INDICADORES ECONÓMICOS

54 "HISTORIA PREHISPÁNICA"

PUNTO DE PARTIDA PARA CONOCER NUESTRO PASADO

• CARLOS CONTRERAS

El 98 por ciento de nuestro pasado transcurren por las páginas de "Historia Prehispánica", obra que constituye el primer tomo recientemente publicado del Compendio de Historia Económica del Perú, conjunto de trabajos editados por el BCRP y el IEP.

58 LIBROS Y CERTÁMENES

La crisis financiera INTERNACIONAL y los CANALES DE TRANSMISIÓN¹

MAURICIO DE LA CUBA *

El ámbito comercial y el financiero son las vías por donde la crisis golpea al resto de economías

Las economías desarrolladas están en un proceso recesivo que ha excedido la mayoría de pronósticos hechos hace pocos meses atrás. Con la evolución reciente de China, las expectativas de que las economías emergentes más importantes sostengan el crecimiento mundial también se han reducido considerablemente. Este nuevo escenario internacional tiene implicancias sobre el resto de economías emergentes, entre ellas la de Perú. Este artículo explica la evolución reciente de la economía mundial, sus perspectivas en el corto plazo y los posibles efectos sobre las economías de la región.

* Jefe del Departamento de Economía Mundial del BCRP.

¹ Artículo realizado con información disponible en enero de 2009.

LA RECESIÓN GENERALIZADA EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS

Las economías desarrolladas presentan un panorama recesivo no visto en mucho tiempo. De acuerdo con las estimaciones del FMI de noviembre, estas economías –en su conjunto– decrecerían 0,25 por ciento en 2009, lo que constituye la primera contracción desde la post guerra. A nivel de países, esta caída sería prácticamente generalizada. Estados Unidos, Alemania y Japón –las tres mayores economías desarrolladas– no presentaban, en forma simultánea, una caída en su producto desde la crisis del petróleo de los años setenta.

En Estados Unidos, la caída en el precio de las viviendas –producto de la corrección de la burbuja inmobiliaria– inició un ajuste en la economía. A ello se sumó la elevación de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal (FED) y la renegociación de los préstamos hipotecarios, que elevaron la carga de los créditos y, de este modo, redujeron el ingreso disponible de las familias que, además, estaban afectadas por la pérdida de valor de su vivienda. Ello llevó a un menor dinamismo en el consumo (que mostró tasas decrecientes desde mediados de 2007) y a una contracción en la inversión residencial (cuya contribución al PBI venía siendo negativa desde 2006).

Aunque esta corrección era previsible, el impacto que tuvo sobre los mercados financieros y la crisis que de ello se derivó excedieron largamente los pronósticos iniciales de una desaceleración moderada. Con la caída en el precio de las viviendas y el incremento de la morosidad se inició una pérdida de valor de los títulos vinculados a las hipotecas *subprime* que, rápidamente, se extendió al resto de mercados financieros, lo que terminó en una crisis financiera que agravó significativamente el ajuste

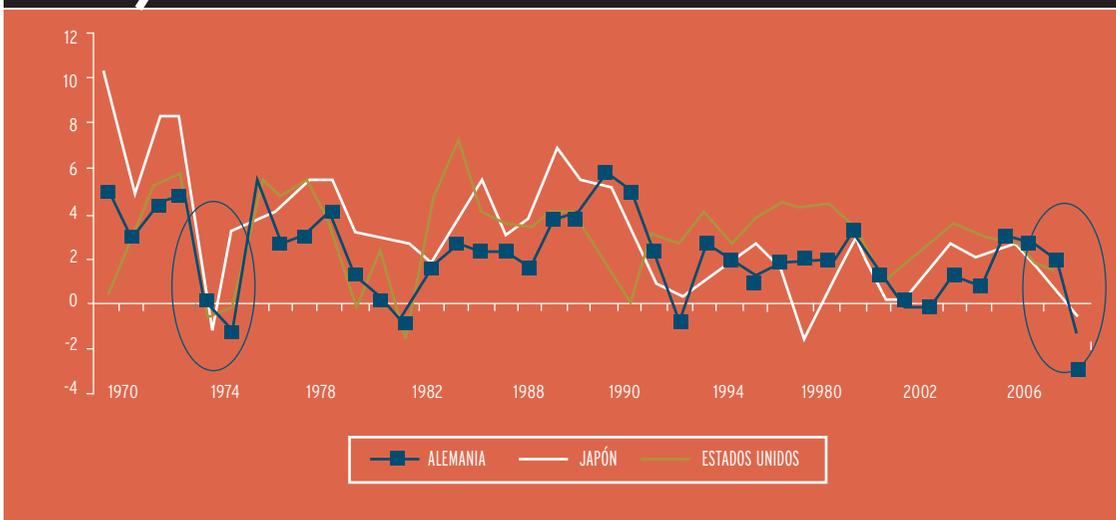
inicial (Ver artículo “De la corrección inmobiliaria a la crisis financiera”).

El consenso actual es que el ajuste de Estados Unidos continuará en los próximos trimestres. El consumo, principal componente de la demanda que representa alrededor del 70 por ciento del producto, se verá afectado simultáneamente por el deterioro en el mercado laboral¹, por un alto grado de endeudamiento y por la pérdida de riqueza (el 70 por ciento del patrimonio de las familias está compuesto por acciones y por inmuebles cuyos precios seguirían corrigiéndose). La inversión, por su parte, se ve afectado por la caída de la demanda, la pérdida patrimonial y el deterioro en las condiciones crediticias.

Se espera, por lo tanto, un ajuste para los próximos trimestres, aunque no existe consenso sobre su duración y su magnitud. Hace un año, se pensaba que la recesión, de darse, sería una “V”; es decir que la economía se deslizaría hacia un bache recesivo y saldría de él rápidamente. Hoy en día se habla de una “U”, que implica una caída más brusca y una recesión algo más prolongada, de la cual se terminaría por salir en un plazo aproximado de tres trimestres. Las versiones más pesimistas hablan de una “L”, es decir, de una caída brusca y de un estancamiento por tiempo indefinido².

¿De qué depende que alguno de esos escenarios se concrete?. En primer lugar, de cómo evolucionen los mercados financieros. Los mercados interbancarios se vienen normalizando, pero aún falta que mejoren las condiciones crediticias que enfrentan consumidores e inversionistas. Es probable que las bajas tasas de interés tengan un impacto sólo moderado en el gasto de consumo (dado los altos niveles de endeudamiento de las familias), aunque sí podría ser más relevante para evitar un deterioro adicional en el sector corporativo.

GRÁFICO 1 ■ Tasas de crecimiento



FUENTE: FMI

¹ En el año 2008, la economía norteamericana perdió más de 2 millones y medio de puestos de trabajo.

² Otros, recientemente, contemplan de la posibilidad de un “W” que significaría una recuperación temporal y una caída posterior.

En segundo lugar, dependerá de la efectividad del paquete fiscal anunciado recientemente. Este paquete –de aproximadamente US\$ 800 mil millones y equivalente a 6 por ciento del PBI– ha generado cierta expectativa sobre una recuperación de la economía norteamericana hacia el segundo semestre. De la efectividad de este paquete depende en gran medida cuál de los escenarios mencionados anteriormente se concrete.

En tercer lugar, el tipo de ajuste dependerá también de cómo evolucionen los precios. En julio de este año, la inflación anual llegaba a 5,5 por ciento, el nivel más alto desde 1991, y la Reserva Federal tenía la mirada puesta, simultáneamente, en la desaceleración económica y en la inflación. Con la reducción de las presiones inflacionarias, el énfasis ha cambiado e, incluso, diversos analistas coinciden en que hoy

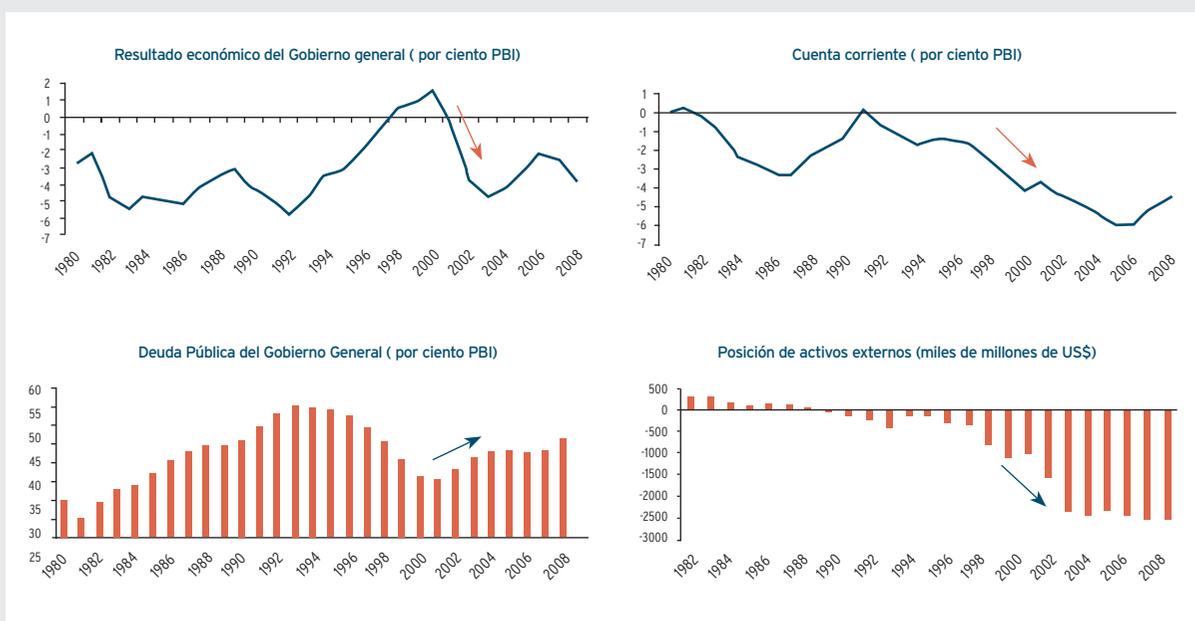
en día uno de los mayores riesgos es una deflación, dada la drástica caída en el precio del petróleo, de los alimentos y otros *commodities*, y la contracción de la demanda interna. De darse, la deflación puede generar un círculo vicioso: las personas que esperan que los precios bajen, postergan su consumo y las empresas postergan sus planes de inversión y prefieren pagar las deudas; con ello se refuerza la recesión y las presiones a la baja de los precios, tal como sucedió recientemente en Japón. Las políticas monetaria y fiscal, por su impacto sobre la demanda, podrían ayudar a evitar este escenario de recesión con deflación.

La recesión de Estados Unidos y la crisis financiera han impactado sobre otras economías desarrolladas, en particular en Europa donde se concentra parte importante de las pérdidas financieras. Para 2009, las proyecciones del FMI sobre el crecimiento de la

Estados Unidos y el margen para las políticas anticíclicas

Las medidas fiscales recientes se dan en un contexto en el que el margen de maniobra para las políticas anticíclicas es bastante menor que en la recesión anterior debido a los déficit fiscales de los últimos años y al incremento de la deuda pública y de los pasivos externos.

En 2000, antes de la crisis derivada de la corrección del mercado bursátil, el gobierno federal tenía un superávit; hoy presenta un déficit que bordearía el 4 por ciento. Su deuda pública era de 36 por ciento del PBI, menor al 46 por ciento estimado para este año y que tiende a elevarse con los planes de rescate. La posición de pasivos externos se aproximan a US\$ 2,5 billones, frente a los US\$ 1,5 billones de inicios de la década.



El problema de los desequilibrios globales y de la posición deudora de Estados Unidos quedaría sin resolverse –e incluso se agravaría– al final de esta crisis y, en el mediano plazo, podría generar presiones sobre el dólar que, paradójicamente, se ha fortalecido durante la etapa más grave de esta crisis.

Del mismo modo, la recesión actual encuentra a la FED con tasas de interés cercanas a cero por ciento. Previo a la recesión de inicios de la década, la FED había elevado gradualmente sus tasas de interés hasta ubicarla en 6,5 por ciento. Asimismo, el nivel de endeudamiento de las familias era menor y el ahorro de las empresas era significativo, por lo cual había un mayor margen para expandir el gasto del sector privado.

Eurozona y del Reino Unido es de -0,5 y -1,3 por ciento, respectivamente. Pero, al igual que en Estados Unidos, la crisis financiera no ha hecho sino acentuar la tendencia ya observada en la mayoría de las economías desarrolladas.

Europa venía desacelerándose antes del agravamiento de la crisis financiera. El sector exportador de la Eurozona, y en particular de Alemania, se perjudicó por el fortalecimiento del euro (entre 2000 y agosto de 2008, el euro se había apreciado cerca de 80 por ciento frente al dólar) y por la desaceleración económica de Estados Unidos y Japón. El sector inmobiliario venía mostrando correcciones significativas en España, Irlanda y el Reino Unido mientras que otras economías importantes de la Eurozona se habían visto afectadas por rigideces estructurales. Adicionalmente, las crecientes presiones inflacionarias limitaron el margen de maniobra de los bancos centrales en los primeros meses de 2008.

Japón, por su parte, también ha registrado tasas de crecimiento negativas en el segundo y tercer trimestre. Aunque no ha tenido pérdidas significativas vinculadas a la titulización de hipotecas, la crisis actual —al reducir las operaciones especulativas que utilizaban al yen como moneda de fondeo— ha llevado a fortalecer esa moneda y ha afectado a su sector exportador, lo que se suma a la caída en el consumo y la inversión³.

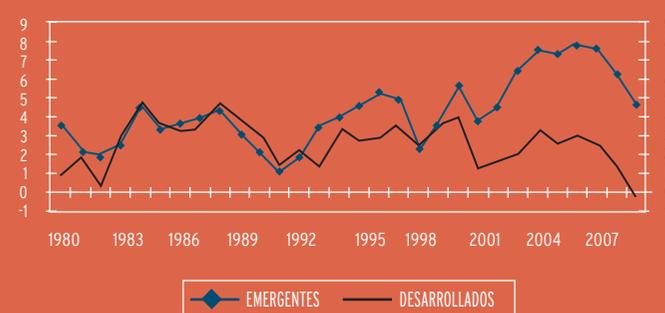
LAS ECONOMÍAS EMERGENTES: ¿EL FIN DEL DECOUPLING?

En los últimos años, las economías emergentes más grandes conocidas como BRICs (Brasil, Rusia, India y China) han crecido a tasas muy elevadas. Sólo China explica la cuarta parte del crecimiento mundial en los últimos cinco años, mientras que los BRICs la mitad y todas las economías emergentes dos tercios. Las economías emergentes representan cerca de la mitad del producto mundial.

El peso creciente de las economías emergentes ha sido un factor positivo para el crecimiento global. Sin embargo, el mayor peso de China, de los BRICs y de las economías emergentes en general, se explica en gran medida por su mayor integración al mundo y por la globalización de las decisiones de inversión y producción, producción cuyo principal destino son los consumidores de las economías desarrolladas; por ejemplo, cerca del 50 por ciento de las exportaciones chinas se destinan directamente a Estados Unidos, Europa y Japón. En noviembre, las exportaciones chinas tuvieron una caída, por primera vez en seis años.

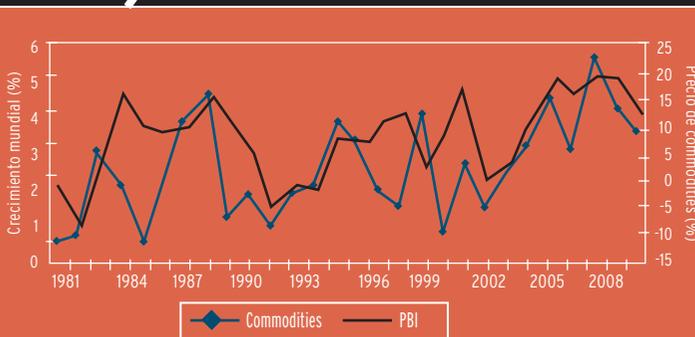
En este contexto, resulta importante evaluar si existe la posibilidad de que las economías emergentes puedan compensar el deterioro de la demanda externa a través de una expansión del consumo y la inversión. Dentro de los BRICs, China tiene mejores condiciones de aplicar una política anti-cíclica dado que presenta, en forma simultánea,

GRÁFICO 2 ■ Crecimiento mundial 1980-2009



FUENTE: FMI

GRÁFICO 3 ■ Crecimiento mundial y variación de precios de *commodities*



FUENTE: FMI

reducción de las presiones inflacionarias, sólida posición fiscal, superávit en cuenta corriente y ausencia de problemas de financiamiento externo. El paquete fiscal y las reducciones recientes en las tasas de interés y del encaje van precisamente en esa dirección: dinamizar la demanda interna y evitar una desaceleración brusca en sus tasas de crecimiento. Sin embargo, existe consenso de que las BRICs, incluyendo a China, tendrán en 2009 tasas de crecimiento menores a las de los últimos años. (Ver artículo “Desaceleración china y sus efectos sobre el mundo”).

LA RECESIÓN MUNDIAL Y LOS CANALES DE TRANSMISIÓN

Ninguna economía integrada comercial y financieramente al mundo puede ser ajena a los efectos de una recesión de las economías desarrolladas y de una desaceleración en las economías emergentes.

Por el lado comercial, el menor crecimiento se viene reflejando en una drástica caída en el precio de los *commodities*. El gráfico 3 muestra la relación entre el promedio de los precios de los *commodities* y el crecimiento mundial; se aprecia una relación directa pero, además, una elasticidad bastante superior a la unidad. Ello hace suponer que, ante una caída en el

³ Ver World Economic Outlook, FMI (octubre 2008).

crecimiento mundial de, por ejemplo, 2 puntos porcentuales, los precios de los commodities tendrían una caída mucho mayor. Por lo pronto, los precios han mostrado una corrección significativa que incluso ha superado el pronóstico del mercado. Los precios del cobre, por ejemplo, han retrocedido desde su pico de US\$ 4 la libra en julio de 2008 a cerca de US\$ 1,5. El petróleo, ha registrado una caída de 60 por ciento en los últimos meses.

Para las economías de la región, una caída en el precio de los *commodities* implica un menor ingreso de divisas, una caída en la recaudación, menor demanda y presiones depreciatorias. Los precios internacionales podrían encontrar cierto soporte por restricciones de oferta; parte de estas restricciones se darían por el hecho que algunos precios de commodities están cerca de sus costos marginales de producción y también por la falta de inversión. Los altos niveles de liquidez actual y la depreciación reciente del dólar podrían ayudar a limitar la caída de las cotizaciones. La evolución de China, principal consumidor mundial de la mayoría de *commodities*, es el mayor factor de incertidumbre en la evolución futura de los precios.

En el caso de los productos tradicionales, es claro que el impacto se dará básicamente a través de menores precios. En otros tipos de productos el ajuste podría darse, además, a través de menores volúmenes de exportaciones. Las importaciones reales de Estados Unidos tendrían una caída adicional a la observada si se toma en cuenta que, en otras recesiones, el ajuste de esta variable ha sido mayor. Asimismo, el Banco Mundial estima que el volumen de comercio global se contraería 2,1 por ciento en 2009, la primera caída en 26 años.

Por el lado financiero, la coyuntura actual ha llevado a un incremento significativo de la aversión al riesgo lo que implica un deterioro en las condiciones de financiamiento para las economías emergentes, a pesar de la reducción en las tasas de interés internacionales. La mayoría de estas economías enfrentan en la actualidad restricciones de financiamiento y presiones depreciatorias que, en algunos casos, han llevado a ajustes bruscos en las condiciones crediticias y han afectado sus perspectivas de crecimiento. Sin embargo, en este punto hay que hacer dos precisiones.

En primer lugar, hay que considerar la posición externa de cada país y el tipo de capitales que financian la cuenta corriente. Existen países, como muchos de la Europa emergente, que han presentado elevados déficit en cuenta corriente financiado principalmente por préstamos y capitales de corto plazo. Por el contrario, otras economías, en su mayoría de Asia y de América Latina, en los últimos años han tenido superávit

CUADRO 1 Cuenta corriente y financiamiento 2003-2007

	América Latina	Europa Emergente
Cuenta corriente (%PBI)*	9	-5,3
Capitales privados (miles de mill. US\$)**	318	539
Inversión directa extranjera	246	243
Portafolio	5	60
Otros (préstamos)	67	236

*PROMEDIO DEL PERIODO **FLUJOS ACUMULADOS

FUENTE: WORLD ECONOMIC OUTLOOK (FMI)

en cuenta corriente y creciente importancia de flujos financieros de más largo plazo, como inversión directa extranjera.

Como se observa en el gráfico 4, los flujos de inversión directa son más estables que otros flujos de capitales, lo cual significa una menor vulnerabilidad externa para estas economías ante cambios en las condiciones financieras internacionales. Ello, sin embargo, no excluye la posibilidad de que estos flujos observen una disminución, aunque marginal, por el menor acceso a financiamiento y porque algunos proyectos en los sectores primarios, dados los precios actuales, podrían dejar de ser rentables.

En segundo lugar, es posible que una parte importante del ajuste en los mercados financieros ya se haya dado. Los spreads de los bonos emergentes han tenido una fuerte corrección inicial, en forma similar a la de otros períodos de crisis. Sin embargo, luego de una sobreacción inicial, estos spreads han tendido a normalizarse, en un contexto de abundante liquidez internacional⁴.

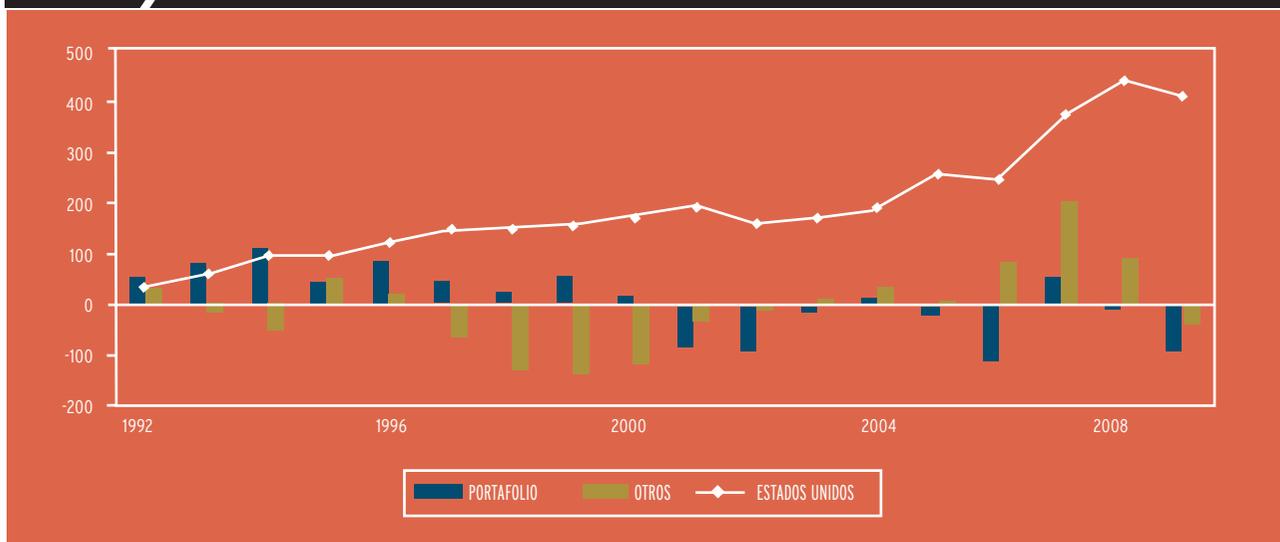
Otros canales de transmisión hacia las economías emergentes se reflejan en los menores flujos de remesas y menores ingresos por turismo. El flujo de remesas depende de las condiciones económicas del migrante y de la exposición al sector donde se desenvuelve. En el caso de México, por ejemplo, las remesas estarían bastante relacionadas a las condiciones económicas de California específicamente en el sector construcción⁵. Las perspectivas de una caída en las remesas está en línea con las perspectivas de recesión que se esperan para la mayoría de economías incluyendo aquellas que tienen la mayor cantidad de migrantes peruanos (Estados Unidos, Japón y España). En el caso del turismo, se observa un menor crecimiento del flujo de visitantes desde el segundo semestre de 2008 y para este año se esperaría un crecimiento bajo e incluso nulo; dentro de la región, las economías del Caribe y Centroamérica la serían las más afectadas⁶.

⁴ Adicionalmente, hay que considerar que el spread mide la diferencia entre el retorno de un bono emergente y el retorno de un bono del tesoro; dado que el retorno de este último ha caído durante parte de la crisis, un incremento en los spreads no necesariamente implica un deterioro de la misma magnitud en las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes.

⁵ "Regional Economic Outlook Western Hemisphere: Grappling with the global financial Crisis" (October, 2008).

⁶ CEPAL, comunicado del 23 de diciembre de 2008.

GRÁFICO 4 ■ Flujos de capitales a economías emergentes
(miles de millones de US\$)



FUENTE: FMI

LA CRISIS ACTUAL Y LA SITUACIÓN DE AMÉRICA LATINA

Es evidente que una crisis de tal magnitud, a través de los canales señalados anteriormente, impactará sobre las economías emergentes, entre ellas las de América Latina. Ello está en línea con la revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento de la región para 2009. El FMI, por ejemplo, ha revisado gradualmente la proyección de crecimiento desde 4 por ciento en enero de 2008 hasta 2,5 por ciento en noviembre del mismo año. La CEPAL, por su parte, estima un crecimiento de aproximadamente 1,9 por ciento.

Sin embargo, muchas economías de América Latina, incluyendo la del Perú, se encuentran en mejor posición para enfrentar este entorno. El crecimiento de los últimos años se dio en forma paralela al fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos. Esta mejora se ha reflejado en una elevación de la calificación del riesgo de la mayoría de países en los últimos años.

En particular, la mayoría de economías han incrementado sus reservas internacionales y, han reducido sus necesidades de financiamiento externo, lo cual ha aumentado su margen de maniobra frente a un entorno externo en el que simultáneamente se da un deterioro en la balanza comercial y restricciones de financiamiento externo⁷. Del mismo modo, en muchos casos se ha mejorado la posición fiscal, con una reducción de la deuda pública, lo que puede dar margen para enfrentar la reducción de ingresos e incluso para aplicar políticas anticíclicas.

Por lo tanto, la región se encuentra en una situa-

ción diferente a la observada en anteriores crisis, donde los choques externos eran precedidos de un descuido por los equilibrios macroeconómicos que agravaban el ajuste en la actividad económica. Recordemos que América Latina, tuvo crecimiento negativo entre 1982-1983, cuando Estados Unidos y otras economías desarrolladas tuvieron un proceso recesivo. Esta vez, se espera que la región crezca a tasas bajas pero positivas, a pesar de enfrentar el choque externo más severo de las últimas décadas. ■

GRÁFICO 5 ■ Calificación de deuda en moneda extranjera



* CALIFICACIÓN DE STANDARD & POORS

⁷ En el caso peruano se da, además, una disminución importante de la participación de los capitales de corto plazo en el "fondo" de los bancos.

D

e la

CORRECCIÓN

inmobiliaria a la

CRISIS FINANCIERA

MAURICIO DE LA CUBA* Y ROSARIO BERNEDO**

Origen, desarrollo, dispersión y medidas para enfrentar la turbulencia del virus *subprime*

La crisis financiera internacional se originó en las malas prácticas hipotecarias *subprime* de EE.UU. y se esparció rápidamente a los sistemas financieros internacionales por la pérdida de confianza en los mercados. En la expansión de la crisis fue determinante el desarrollo de los instrumentos derivados de crédito, en medio de la ausencia de una adecuada regulación y de poca transparencia en la valoración de los riesgos. A la fecha, pese a las medidas adoptadas, no se recobra la confianza en los mercados por el temor a mayores pérdidas financieras. El desconocimiento de la magnitud de éstas genera incertidumbre y restricciones en el crédito, las que se corregirían con la eliminación de los riesgos de insolvencia y el eventual éxito de los planes de rescate.

* Jefe del Departamento de Economía Mundial del BCRP.
** Especialista senior en Economía Internacional del BCRP.

1. EL ORIGEN DE LA CRISIS: LAS MALAS PRÁCTICAS EN EL SEGMENTO *SUBPRIME*

En los últimos años del boom inmobiliario, un pequeño segmento del mercado mostraría un marcado dinamismo: el segmento *subprime*. Este segmento, que enmarca las hipotecas a personas de bajo ingreso y de baja calificación crediticia, prestaría su nombre para denominar a la actual crisis en los mercados financieros.

Lo que se denomina el virus del *subprime*¹ se originó en el relajamiento de los estándares de los préstamos a este segmento (e inclusive a los del segmento Alt-A, el intermedio entre el *subprime* y *prime*) y a las malas prácticas de los que originaron estas hipotecas, en particular durante 2006 y 2007.

El crecimiento sostenido del precio de los inmuebles en EE.UU., que desde 1930 no habían experimentado reducciones, incentivó estas malas prácticas y una despreocupación por las consecuencias que podrían generarse en el futuro. Cualquier problema de impago (*default*) podría solucionarse con una refinanciación o con la propia ejecución de la hipoteca, puesto que el activo subía de valor.

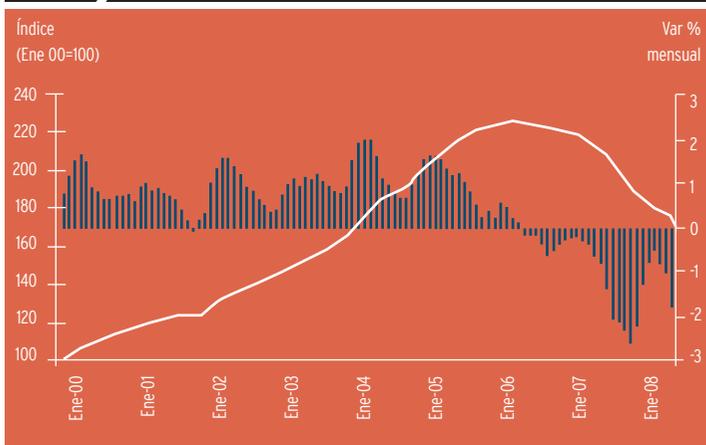
Desde inicios de 2000 hasta julio de 2006, los precios acumulaban un alza de 106,5 por ciento y no se avizoraba la magnitud de los efectos de la corrección de la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, al iniciarse la caída de los precios, nació una creciente preocupación por los efectos de este proceso, especialmente desde mediados de 2007, cuando se acentuó la velocidad de dicha reducción y comenzaron a difundirse las primeras cifras de pérdidas financieras asociadas al segmento *subprime*. Entre julio de 2006 y octubre de 2008 los precios ya habían acumulado una disminución de 23,4 por ciento (ver Gráfico 1) y la crisis financiera amenazaba con ser una de las peores en la historia².

2. EL EFECTO MULTIPLICADOR

Puesto en perspectiva, el segmento *subprime* representaba –previo a la crisis– aproximadamente el 15 por ciento del mercado hipotecario. De este monto, un sexto estaba en situación de morosidad. Si asumimos como pérdida todas las hipotecas morosas, estaríamos hablando de un monto aproximado de US\$ 200 mil millones.

Sin embargo, las pérdidas financieras totales, desde que se inició la crisis (a mediados de 2007), ya superan el US\$ 1,0 billón³, pérdidas que están distribuidas en muchas partes del mundo y que

GRÁFICO 1 ■ Boom inmobiliario
Evolución de los precios (S&PICS)



FUENTE: BLOOMBERG

van más allá del segmento *subprime* (y de los demás segmentos hipotecarios), tales como el segmento de préstamos de consumo e inclusive el corporativo, donde el otorgamiento de crédito es más estricto.

En esta expansión de las pérdidas financieras fue determinante el desarrollo de los instrumentos derivados estructurados de crédito, que implicó que a partir de las hipotecas *subprime* se formaran instrumentos financieros sumamente sofisticados⁴ y que títulos respaldados en activos poco seguros se conviertan en títulos de alta calificación (como la AAA), con una menor exposición de riesgo, muy atractivos para los inversionistas (ver Cuadro 1).

Entre los instrumentos estructurados más conocidos están los Collateralized Debt Obligations (CDO por sus siglas en inglés) también conocidos como Obligaciones de Deuda Garantizadas. Los CDO son títulos respaldados por otros (como hipotecas, MBS e inclusive otros CDO) que tienen la característica de segmentar los flujos de caja del portafolio de valores en distintos tramos por su rentabilidad y exposición de riesgo (desde los más seguros y de menor rentabilidad –el tramo *senior*– a los más inseguros y de mayor rentabilidad –el tramo *equity*).

La característica principal de los CDO es que existe un orden de prelación en los pagos, desde los tramos menos riesgosos hacia los más riesgosos. Ante un evento de impago, los primeros en ser afectados son los tramos más riesgosos hasta alcanzar a los menos riesgosos en caso que se acentúen estos eventos (ver Cuadro 2).

¹ El flagelo de las hipotecas de alto riesgo, Finanzas y Desarrollo (publicación del FMI), junio 2008.

² La crisis se inició en junio de 2007 con el conocimiento de las dificultades que enfrentaba Bear Stearns.

³ Las proyecciones recientes consideran que las pérdidas financieras podrían ubicarse en un rango entre US\$ 2-3 billones.

⁴ El artículo de Andreas Jobst "¿Qué es la titulización?" (Finanzas y Desarrollo, septiembre 2008) explica la creación de estos activos financieros. El video "The-Last-Laugh" muestra, desde una perspectiva humorística, un lado de esta sofisticación financiera. Para un análisis más riguroso sobre el desarrollo de los mercados financieros de las últimas décadas se puede leer Link by Link (The Economist, octubre 2008).



GSE: Instituciones auspiciadas por el gobierno (en este caso, las hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac).
SPV/SPE: Vehículos de fines específicos (para inversiones estructuradas) creadas por la banca de inversión.

En la revista Moneda del BCRP de diciembre 2008 se detalla la forma como se redistribuyó la exposición del riesgo crediticio con el desarrollo de estos instrumentos⁵. El artículo muestra el efecto de los impagos desde el tenedor de la hipoteca hasta el del tenedor de los distintos títulos derivados implicados.

El crecimiento de los instrumentos derivados de crédito implicó la creación de nuevos títulos sobre la base de cualquier activo de deuda: hipotecas, préstamos de consumo y de negocios, préstamos de estudios, bonos, y otros. Estos títulos respaldados en activos también tuvieron un crecimiento exponencial. La emisión de los productos de crédito estructurado pasó de US\$ 500 mil millones a US\$ 2,6 billones entre 2000 y 2007⁶.

Bancos de inversión, empresas aseguradoras y tituladoras, fondos mutuos (en particular los *hedge funds*), fondos de pensiones y otras instituciones que adquirieron o garantizaron estos títulos sin que, aparentemente, tuvieran plena conciencia de los riesgos que existían en caso de una situación de *stress* en los mercados financieros, comenzaron a registrar cuantiosas pérdidas. Al poco tiempo, el incremento de la morosidad de las hipotecas *subprime* (tras la caída en el precio de las viviendas) puso a prueba al mercado y a los modelos de valoración utilizados.

3. EL DESARROLLO DE LA CRISIS

La expansión del virus *subprime* se explica básicamente por la pérdida de confianza en los mercados financieros en una coyuntura de desarrollo del mercado de capitales, ausencia de regulación, poca transparencia en la valoración del riesgo y modelos que no fueron los adecuados y que no habían sido probados previamente en situaciones de *stress* (como la caída de los precios de los inmuebles y el alza de las tasas de interés).

Cuando las pérdidas en el segmento *subprime* comenzaron a afectar a las principales instituciones financieras, se generó una desconfianza generalizada entre los inversionistas en los principales mercados de capitales al desconocerse la magnitud de la exposición a las pérdidas. La despreocupación por una adecuada valoración de los riesgos comprometió desde los emisores de las hipotecas *subprime* hasta las agencias calificadoras, las empresas tituladoras, las aseguradoras y los mismos inversionistas que buscaron altos rendimientos en un entorno financiero estable y de abundante liquidez.

3.1 La expansión del virus *subprime*

La secuencia cronológica de propagación de las pérdidas financieras comenzó con la caída del precio de los inmuebles que afectó, en primer lugar, a las hipotecas *subprime* y, así, a los títulos

⁵ Navarro, Edwin P.; "Cómo entender la crisis financiera actual en los Estados Unidos y por qué se ha convertido en un problema global", Revista Moneda No. 138

⁶ Una explicación detallada se encuentra en Kodres, Laura, Una crisis de confianza... y mucho más. En Finanzas y Desarrollo. Junio 2008, volumen 45, No.2. Además, de acuerdo a las cifras de Newsweek (27 de octubre 2008), se estima que el tamaño del mercado de derivados totaliza US\$ 668 billones, por lo que el valor de los estructurados de crédito es menor al 1 por ciento.

derivados asociados. En los CDO basados en portafolios de hipotecas, se suponía que los tramos menos riesgosos no tenían correlación con los tramos más riesgosos. Sin embargo, al conocerse la baja calidad de los préstamos *subprime*, con la caída de los precios de los inmuebles y el incremento de los impagos, la reducción de la calificación se extendió a los tramos de menor riesgo, propagándose así la desvalorización de todos los títulos hipotecarios. Posteriormente, esta desvalorización provocó una menor demanda por títulos estructurados que tenían como respaldo activos no hipotecarios. La incertidumbre respecto a la adecuada valoración de estos instrumentos se extendió rápidamente. Los títulos que fueron calificados como AAA pasaron en muy poco tiempo a ser denominados activos tóxicos.

El alto apalancamiento (poca capitalización) e iliquidez (durante períodos de *stress*) que caracterizan a los mercados derivados estructurados de crédito influyeron en la propagación de la desvalorización y reducción de la calificación de estos títulos derivados (más severa que la del propio subyacente). A ello le siguió la suspensión de las negociaciones cuando todos los inversionistas buscaban deshacerse de estos títulos.

3.2 La generación de las restricciones de liquidez y crédito.

La búsqueda de liquidez y seguridad generó, en primer lugar, la crisis del mercado de los instrumentos de financiamiento de corto plazo, es decir, el mercado de los papeles comerciales (conocidos por siglas en inglés como CP o Commercial Papers) y de los títulos derivados respaldados por éstos (conocidos por sus siglas en inglés como ABCP o Asset-Backed Commercial Papers).

Las empresas financieras patrocinadas por varios bancos de inversión (conocidas como Vehículos de Inversiones Estructuradas –SPV-) emitían papeles comerciales e invertían en títulos derivados estructurados de crédito de mediano y largo plazo. Con la desvalorización de los títulos derivados, los inversionistas ya no quisieron financiar estas operaciones. Con ello, las SPV se quedaron sin fuentes de financiamiento y con una fuerte desvalorización de sus activos. Los bancos de inversión tuvieron que reconocer, en sus balances, las pérdidas de estas empresas y/o transferirles fondos para evitar su insolvencia (ver Cuadro 3).

Conforme los títulos perdían valor, las pérdidas de las instituciones aumentaron y las dudas sobre la solvencia también. La falta de transparencia y la dificultad para valorar estos títulos según las condiciones del mercado acentuaron la incertidumbre.

La característica principal de los CDO es que existe un orden de prelación en los pagos

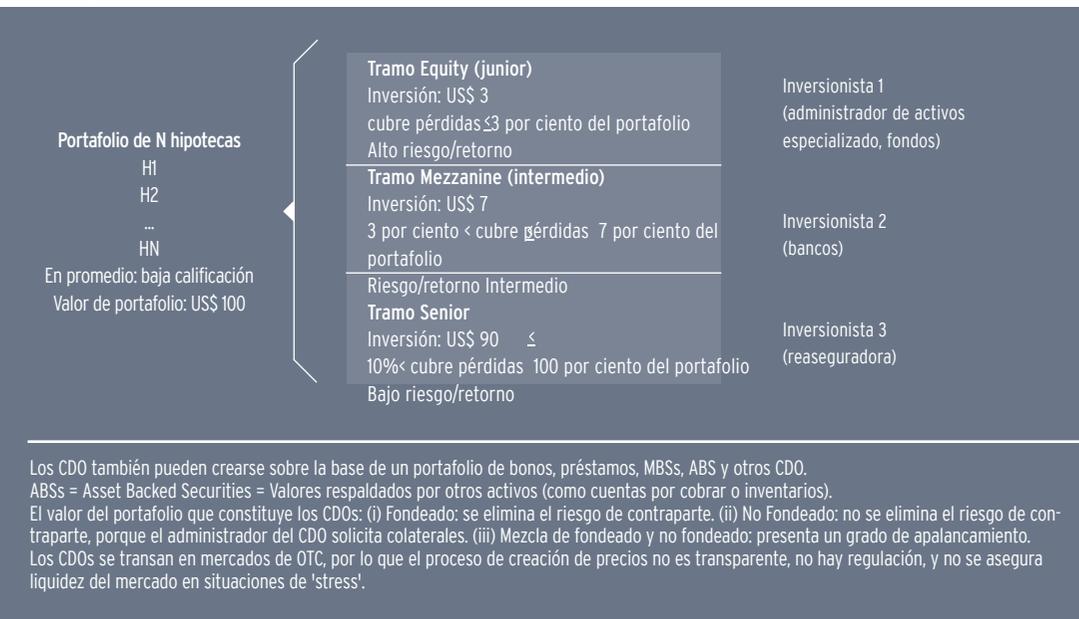
La duda sobre la solvencia de las instituciones financieras originó una crisis de liquidez y afectó la normal fluidez del crédito. Las entidades financieras comenzaron a proveerse de liquidez y a generar condiciones de crédito muy restrictivas, invirtiendo en títulos de muy corto plazo (básicamente a un día). Rápidamente, las operaciones interbancarias comenzaron a suspenderse y las instituciones prefirieron no exponerse a un mayor riesgo del que ya venían enfrentando. Así por ejemplo, el TED *spread* (diferencia entre las tasas de interés de préstamos interbancarios y la deuda de corto plazo del gobierno de los Estados Unidos), que refleja las restricciones de liquidez y crédito de corto plazo, se elevó significativamente durante los meses de agravamiento de la crisis (entre setiembre y noviembre 2008), alcanzando niveles históricos (ver Gráfico 2 y Cuadro 4).

En este contexto, las instituciones financieras más grandes optaron por consolidarse (a través de adquisiciones, mientras que otras se declaraban en bancarrota), con lo que la banca de inversión norteamericana prácticamente desapareció. Pese a todas estas medidas la crisis financiera no se revirtió. Los problemas de insolvencia se acentuaron y la necesidad de incrementar el capital, tras las fuertes pérdidas financieras y la fuerte caída del valor de las acciones financieras en las principales bolsas, generó el proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras.

4. MEDIDAS PARA REVERTIR LA CRISIS FINANCIERA

La expansión de la crisis financiera desde EE.UU. hacia varias economías desarrolladas de Europa (y en menor medida en el Asia) generó el reconocimiento de la necesidad de varias medidas coordinadas (y otras aisladas) por parte de varios

CUADRO 2 | CDO (Obligaciones de Deuda Garantizadas):
 Configura un portafolio de exposición de riesgo crediticio, lo segmenta en tramos de acuerdo a perfiles de riesgo, retorno y plazo



gobiernos, en particular de EE.UU. donde se originó la crisis. Este reconocimiento se hizo evidente con la quiebra de Lehman Brother's –luego que el gobierno decidiera no rescatarlo– evento que generalizó la crisis de confianza en los mercados.

Hacia fines de setiembre de 2008, luego de los intentos fallidos del gobierno de EE.UU. para revertir la desconfianza en los mercados (como el rescate de las agencias hipotecarias auspiciadas por el gobierno –GSE– y de la principal compañía aseguradora de activos AIG) y ante los crecientes riesgos de insolvencia del sistema financiero, el gobierno anunció su programa de rescate.

Esta ayuda consistía básicamente en la adquisición, por parte del Tesoro, de los activos tóxicos del balance de las principales instituciones bancarias (conocido por sus siglas en inglés como TARP, Trouble Asset Relief Program) hasta por US\$ 700 mil millones (aproximadamente un 5,0 por ciento del PBI estadounidense). Sin embargo, a la fecha el principal uso de los fondos del TARP ha sido básicamente para la inyección de capital (a cambio de participación en acciones) a las principales instituciones bancarias, tal como lo han venido haciendo otros gobiernos europeos con sistemas financieros también afectados por la crisis *subprime*. También, el gobierno de EE.UU. (y otros) ha fortalecido (o creado en algunos casos) las garantías para las operaciones interbancarias y para las emisiones de deuda bancaria y seguros para los depósitos, como medidas adicionales para restaurar la confianza de los inversionistas.

Paralelamente a las acciones de los gobier-

nos de las economías desarrolladas, la FED y otros Bancos Centrales (como el Banco Central Europeo, el Banco Central de Inglaterra y el Banco Central de Japón, entre los más importantes) actuaron a través de fuertes inyecciones de liquidez, reducción de tasas de interés y otras medidas, aislada o coordinadamente, para mejorar y restaurar el normal funcionamiento de los mercados financieros, en particular de los mercados interbancarios.

La FED, por su parte, creó nuevas facilidades de crédito para la adquisición de los papeles comerciales para restaurar el normal funcionamiento de este mercado de fondeo de corto plazo. También creó nuevas facilidades de crédito para compra de títulos derivados respaldados por otros activos (ABS) y anunció su participación en la compra directa de títulos hipotecarios emitidos por las GSE (estas dos últimas medidas entrarían en vigencia desde 2009). Inclusive, la FED, reconociendo las limitaciones del recorte de tasas (dado que la tasa de política se ubica actualmente en un rango entre 0-0,25 por ciento) y con el fin de reducir las tasas de largo plazo, ha anunciado sus intenciones de intervenir en la compra de títulos de largo plazo (ver Cuadro 5).

Las medidas de la FED han alterado e incrementado significativamente su balance de activos, situación admitida en sus últimas comunicaciones. Así por ejemplo, entre el cierre de 2007 y el 7 de enero de 2009, los activos de la FED se elevaron en más de US\$ 1 billón, básicamente por las mayores inyecciones de liquidez a las instituciones financieras y por el financia-

miento de la compra de papeles comerciales (ver Cuadro 6).

Por otro lado, la acentuación de la crisis financiera agravó los efectos de la corrección de los precios de los inmuebles sobre el crecimiento de EE.UU., desde una inicial desaceleración hacia una recesión profunda. Esta situación también se ha dado en otras economías desarrolladas (Europa y Japón), donde los indicadores de actividad recientes están señalando una acentuación de la recesión que ya se viene experimentando desde el tercer trimestre de 2008.

En este sentido, el gobierno de EE.UU. y otros gobiernos desarrollados implementaron medidas para revertir la acentuación de la recesión. En el caso de EE.UU., adicional al TARP y a las medidas ya dictadas por la FED, el equipo económico del presidente electo Barak Obama anunció un paquete fiscal que se implementaría a inicios de la nueva administración por US\$ 775 mil millones (aproximadamente 6 por ciento del PBI), aunque de acuerdo a otros oficiales, este podría ser por un monto aún mayor. El plan se basaría en gastos de inversión en infraestructura, recortes/incentivos tributarios y programas de ayuda social.

Con respecto a la regulación y a la vigilancia por un adecuado desarrollo de los mercados de capitales los avances han ido desde la conformación de comisiones para reformar la contabilidad de las empresas, en busca de una mayor transparencia respecto a los riesgos asumidos, hasta la conformación de una Cámara de Compensación para la industria de Credit Default Swap (CDS), conocidos como seguros contra el riesgo crediticio utilizados en

la mayoría de las operaciones con derivados de crédito, para evitar posiciones tan apalancadas como las que la crisis ha venido revelando.

5. CONCLUSIONES

A la fecha, pese a todas las medidas dictadas, aún no se recobra la confianza en los mercados financieros, en particular por el temor de que en el transcurso de este año se anuncien mayores pérdidas y en la medida que continúe la corrección de los precios de los inmuebles. El desconocimiento de la magnitud de las pérdidas que aún restan por difundirse estarían generando incertidumbre en todos los mercados financieros.

Sin embargo, sí han mejorado considerablemente las condiciones de liquidez de corto plazo (que casi se han normalizado), lo que se ha reflejado en las menores tasas de interés de corto

CUADRO 3 ■ Pérdidas financieras y aportes de capital* (US\$ miles de millones)

	Pérdidas crediticias	Aporte de capital
Norte América	678,5	558,3
Merrill Lynch	55,9	29,9
Citigroup	67,2	113,8
Wachovia Corporation	96,5	11,0
Washington Mutual	45,6	12,1
Europa	292,7	318,8
UBS	48,6	33,4
HSBC	33,1	4,9
ASIA	30,9	56,3
TOTAL	1002,1	933,4

FUENTE: BLOOMBERG

*DATOS ACUMULADOS AL 9 DE ENERO DE 2008 DESDE INICIO DE LA CRISIS

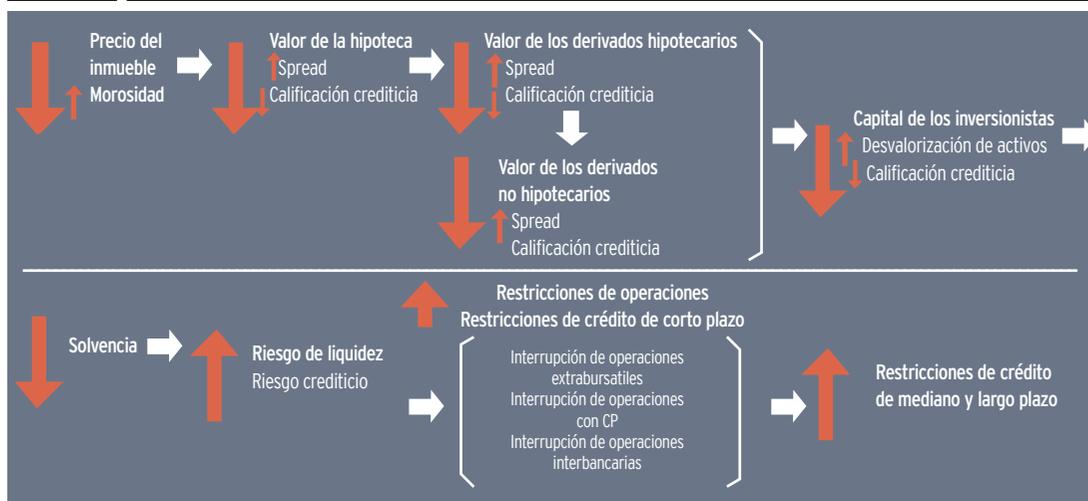
GRÁFICO 2 ■ TED spread (%)

Diferencial entre la tasa Libor y el rendimiento de los bonos del Tesoro americano



FUENTE: BLOOMBERG

CUADRO 4 Crisis *suprime* y efecto dominó



plazo⁷. Por otro lado, las condiciones de crédito de mediano y largo plazo aún no se han normalizado por la persistencia de incertidumbre y por la acentuación de la recesión económica que ha generado un elemento adicional de riesgo, que expande los temores de insolvencia desde el sector financiero al sector corporativo no financiero (ya afectado por las restricciones de crédito por el proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras).

El eventual éxito de los procesos de recapitalización y de retiro de los activos tóxicos de las empresas financieras y la eliminación de los riesgos de insolvencia conllevarían a una corrección de estas restricciones. ■

CUADRO 6 Balance de la FED
Miles de millones de US\$

	26-Dic-07	07-Ene-09
Créditos	877	2122
Títulos del Tesoro	755	476
Otros títulos-agencias	0	19
Term Auction credit	20	384
Otros créditos	47	238
Portafolio de CPs	0	334
Otros portafolios	0	72
Otros activos	56	599
Oro	11	11
Otros activos	41	41
Total activos	929	2175

CUADRO 5 FED: medidas para revertir las restricciones de liquidez en US\$

Para mejorar la provisión de liquidez doméstica y las condiciones de corto plazo

- Ampliación del rango de colaterales aceptados. (En algunas operaciones se aceptan colaterales por debajo del grado de inversión).
- Ampliación del monto y plazo de las subastas de inyección.
- Nuevos instrumentos para las operaciones de inyección/contracción de liquidez. (Forward de subastas de crédito y opciones en la facilidad de préstamos de títulos del Tesoro).
- Reducción de las tasas de interés. (A un rango entre 0,0-0,25 por ciento).

Para restaurar los mercados crediticios

- Creación de nuevas facilidades de créditos (Para las compras de CP-y sus derivados- y de los ABS)
- Anuncio de compras de hipotecas y MBS emitidos por las GSE (Por US\$ 600 mil millones)
- Anuncio de compras de títulos de largo plazo. (Para reducir las tasas de los tramos largos de la curva de rendimientos)

Para mejorar la provisión de liquidez internacional en dólares

- Incremento/creación de líneas swaps de monedas con 14 bancos centrales:
 - Con Eurozona, Reino Unido, Japón y Suiza: fondos ilimitados
 - Con Canadá, Australia, Suecia, Brasil, México, Corea y Singapur: hasta US\$ 30 mil millones cada uno.
 - Con Noruega, Dinamarca y Nueva Zelanda: hasta por US\$ 15 mil millones cada uno.

⁷ Las tasas Libor de corto plazo en las distintas monedas desarrolladas se han reducido básicamente en respuesta al recorte de tasas que han seguido los principales bancos centrales.

D

esaceleración

CHINA

y sus efectos sobre el mundo

JESÚS FERREYRA* Y JOSÉ LUIS VÁSQUEZ*

La recesión mundial viene afectando a la demanda externa, la inversión y, en menor medida, el consumo. En este contexto, y respaldada por su sólida posición fiscal y baja vulnerabilidad externa, China anunció medidas para dinamizar la demanda interna y así compensar el deterioro de su sector externo. Una fuerte desaceleración de China tendría efectos negativos sobre las economías emergentes a través del canal comercial (menor demanda de materias primas) y financiero (menor acumulación de reservas internacionales y una menor demanda por bonos del Tesoro de EE.UU.). Esto presionaría al alza las tasas de interés y generaría fuerzas depreciatorias sobre el dólar.

China es uno de los principales motores de crecimiento del mundo pero sus principales indicadores de actividad económica muestran que empezó a desacelerarse.

* Especialistas senior del Departamento de Economía Mundial del BCRP

CHINA, LA SEGUNDA ECONOMÍA

Actualmente, en términos de la paridad de poder de compra, China es la segunda economía más importante, con una participación de 11,4 por ciento en el producto mundial. (Ver Gráfico 1). En los últimos 30 años, creció a una tasa promedio de 9,9 por ciento anual, multiplicando por 13 su PBI. Su importancia es tal que, en los últimos cinco años, su crecimiento explicó aproximadamente el 25 por ciento del aumento del PBI mundial.

PERO LA CRISIS MERMA SU DINAMISMO

En los últimos meses, la economía china muestra una evolución menos favorable. Luego de crecer a una tasa de 12,6 por ciento en el segundo trimestre de 2007, la actividad viene desacelerándose; la tasa de 6,8 por ciento en el cuarto trimestre de 2008 fue la más baja desde 2003 y se ubica por debajo del promedio de la década (9,3 por ciento). La desaceleración obedece a la disminución en el ritmo de crecimiento de las exportaciones y la inversión, principales pilares de su crecimiento.

Las exportaciones, cuya importancia dentro del PBI pasó de 5 a 37 por ciento entre 1980 y 2007, se dirigen principalmente a Estados Unidos, Eurozona, y Japón¹, que se encuentran actualmente en recesión. En términos reales, la tasa de crecimiento de las exportaciones se ha desacelerado de 35 por ciento en 2004, a 22 por ciento en el primer semestre de 2008 y, en términos nominales, según datos a diciembre, cayeron 2,8 por ciento anual, segunda tasa negativa desde marzo de 2002.

La crisis no sólo afecta las exportaciones sino también los proyectos de inversión². Luego de crecer a tasas reales de 24 por ciento en promedio entre 2004 y 2007, en el primer semestre de 2008 la inversión creció sólo 15,9 por ciento. Esta desaceleración se ha dado no solo en sectores vinculados a la exportación sino también en aquellos ligados al mercado interno, en particular la construcción.

Por ejemplo, la tasa de crecimiento anual del componente de inversión residencial cayó de 30 por ciento en agosto, a 7,7 por ciento en noviembre, mes en el cual las inversiones inmobiliarias financiadas con préstamos domésticos se contrajeron en 18 por ciento anual.

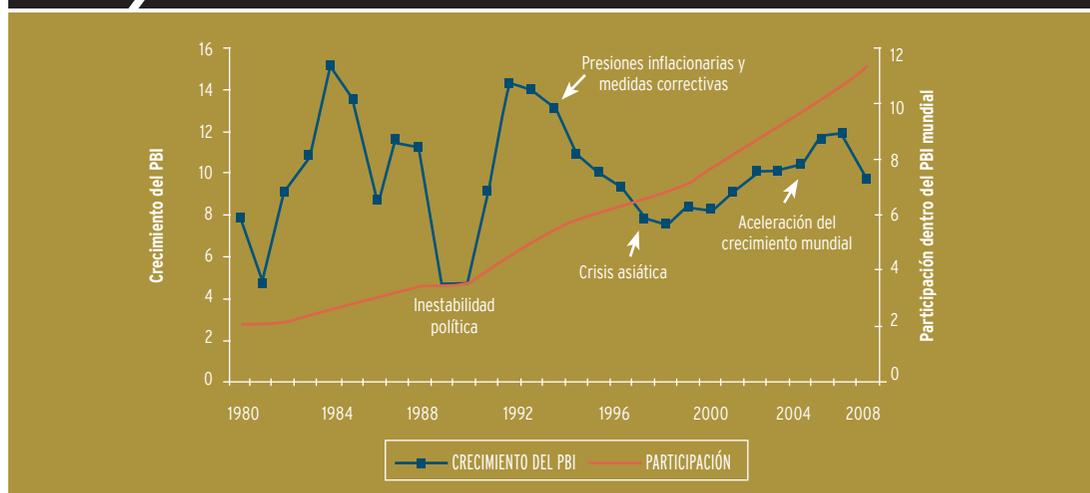
La evolución del consumo no habría sido tan desfavorable, pero a setiembre las ventas de bienes durables empiezan a reflejar cierto deterioro. Así, entre marzo y setiembre, el crecimiento anual de la venta de automóviles pasó de 37 a 29 por ciento y el consumo de bienes electrónicos, de 23 a 20 por ciento. Otros factores que estarían influyendo en una tendencia a la baja en el consumo, son la caída de los precios inmobiliarios (el índice Shanghai de precios de casas cayó 20 por ciento en el tercer trimestre de 2008) y la caída del precio de las acciones (el valor de las empresas se ha deteriorado más de 60 por ciento en 2008).

¿HAY MARGEN PARA POLÍTICAS ANTICÍCLICAS?

Dentro de las economías emergentes, China es la economía que reúne las mejores condiciones para poder implementar políticas anticíclicas. A diferencia de otros BRICs (Brasil, Rusia, India y China), China presenta, en forma simultánea, una sólida posición fiscal y externa e inflación con tendencia a la baja.

Por un lado, la posición fiscal superavitaria daría margen para incrementar el gasto en infraestructura, agricultura, agua, energía, beneficios sociales, e incluso, promover exportaciones sin comprometer la sostenibilidad del sector público. Por otro lado, una posición externa favorable, reflejada en un superávit de cuenta corriente cercano a 9 por ciento y un nivel de reservas récord de aproximadamente US\$ 2 billones de dólares, facilita una expansión de la demanda doméstica, mientras que la cada vez menor

GRÁFICO 1 ■ China: crecimiento del PBI y participación en el PBI mundial



¹ El 50 por ciento del valor de las exportaciones corresponde al comercio con estos países y más del 90 por ciento corresponde a productos manufacturados.

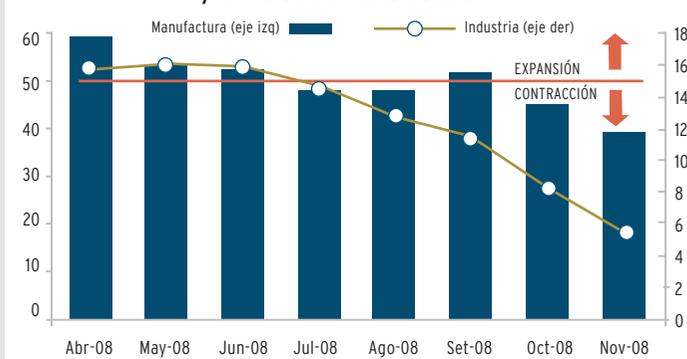
² Esto se estaría reflejando en el cierre de pequeñas empresas exportadoras en el sur de China, The Economist. The great wall of Unemployed. Noviembre 27, 2008.

Indicadores sectoriales también reflejan contracción

En China, los sectores secundarios son los que han venido impulsando el crecimiento del PBI. Estos sectores, han incrementado su participación a casi la mitad del producto total en 2008. Por lo que, la contracción de la producción industrial fue la que más contribuyó a la desaceleración de la economía, que luego de crecer 17 por ciento en 2007, se desaceleró a una tasa de 5,4 a fines de 2008 por ciento en noviembre de este año. El índice de manufactura en octubre se ubica por debajo del nivel de 50 indicando contracción.

Otros indicadores como la venta de automóviles para transporte público (cayó 1,4 por ciento anual en setiembre de 2008), la venta de autos (disminuyó 10 por ciento anual en noviembre de 2008), la generación de energía (crecía a 18 por ciento en marzo y se ha desacelerado a 4 por ciento en setiembre de 2008) y la producción de acero (que habría caído cerca de 15 por ciento entre junio y setiembre de 2008) también reflejan a nivel sectorial la desaceleración que China viene experimentando en los últimos meses.

Evolución reciente de la producción industrial (var. por ciento anual) y el índice de manufactura IPM



inflación le brinda un mayor campo de acción a la política monetaria³.

Además, la turbulencia financiera internacional no afectó la estabilidad de la moneda china, ya que el yuan no presenta presiones depreciatorias fuertes, lo que brinda espacio adicional a la política monetaria.

China es el único país, dentro de los denominados BRICs, llamado a sostener el crecimiento mundial. Brasil ha sido muy afectado por la turbulencia financiera, reflejada en la salida de capitales que le generó fuertes presiones depreciatorias sobre el real. India mantiene un nivel de endeudamiento de 81 por ciento que no le dan ningún margen para aumentar el gasto en infraestructura ni espacio para incentivar la demanda interna, al menos desde el lado fiscal. Rusia, por su parte, no podría utilizar una política monetaria expansiva debido a que su inflación aún no ha cedido. En cualquier caso, China se encuentra en mejor posición y debería constituirse en el motor del crecimiento mundial. (Ver Cuadro 1)

ESTÍMULO FISCAL EXPANSIVO Y MONETARIO ACOMODATIVO

Las medidas anunciadas están en línea con los objetivos de mediano plazo de las autoridades, las cuales buscan reducir la dependencia del sector exportador. Así, desde el

frente fiscal, el gobierno lanzó el 9 de noviembre de 2008 un paquete de incentivos por un equivalente a US\$ 586 mil millones para ser implementado entre 2009 y 2010. Desde el lado monetario, el banco central abandonó su política contractiva en línea con la menor inflación.

El paquete fiscal enfatiza las inversiones en infraestructura en áreas rurales y en el sector transporte (45 por ciento), busca acelerar el proceso de reconstrucción en la provincia de Sichuan (25 por ciento), propone un incremento del gasto en educación, salud, medio ambiente e innovación tecnológica (13 por ciento), así como la construcción de viviendas de bajo costo (7 por ciento). El impacto inicial favorable en los mercados mundiales, se desvaneció debido a que las medidas tendrían un alcance limitado y parte de ellas ya estaban incorporadas en el presupuesto.

Por el lado monetario, los temores de desaceleración del crecimiento y las menores presiones inflacionarias llevaron a la autoridad monetaria, el Banco Popular de China, a revertir su política contractiva en setiembre de 2008, cuando se acentuó la crisis financiera internacional. Desde entonces, anunció cinco recortes de tasas de interés y cuatro recortes de requerimiento de encaje a los bancos.

Respecto a la tasas de interés de referencia, entre setiem-

³ Para Morgan Stanley, existe un riesgo elevado de que China experimente una deflación en 2009. La fuerte caída en los precios internacionales de las materias primas y los problemas de mayor capacidad ociosa de las empresas asociada a la menor demanda externa y expectativas de desaceleración de la demanda interna afectará la capacidad de los productores de mantener los precios. Morgan Stanley redujo su proyección de inflación de 1,5 por ciento a -0,8 por ciento para el año 2009.

bre y diciembre de 2008, se redujo cinco veces, desde 7,47 por ciento (15 de setiembre) a 1,47 por ciento (23 de diciembre). Por su parte, entre octubre y diciembre de 2008, la tasa de depósitos se redujo en cuatro ocasiones, desde 4,14 por ciento (8 de octubre) a 1,02 por ciento (23 de diciembre). Sobre el requerimiento de encaje a los bancos, éste se redujo en cuatro ocasiones entre setiembre y diciembre de 2008, distinguiéndose entre la tasa aplicada a los bancos pequeños y la aplicada a los grandes, desde una tasa única inicial de 17,5 por ciento (vigente al 15 de setiembre). Para el caso de los bancos grandes, la tasa se redujo hasta 15,5 por ciento, mientras que para los pequeños hasta 13,5 por ciento.

A estas medidas se suman otras orientadas a estimular el consumo, el gasto (por ejemplo, en seguridad social, educación y salud), y promover el crédito y la inversión. Además, en octubre, China lanzó una serie de reformas rurales para facilitar la formalización de transferencias de tierras y los derechos de propiedad y uso. El objetivo de estas reformas sería disminuir la creciente desigualdad de ingresos entre los pobladores de las áreas urbanas y rurales y duplicar hacia el año 2020, el ingreso rural per-cápita⁴.

FUERTE CONTRACCIÓN EN CHINA SERÍA DESFAVORABLE PARA EL MUNDO

La importancia de la economía china en el crecimiento mundial, tanto en el mercado de bienes como en el financiero (a nivel de demanda y oferta), hace

prever que una desaceleración de su economía afectará los precios de *commodities* y de activos financieros. Si las políticas de estímulo no son efectivas en reactivar la demanda interna, una fuerte contracción de la actividad económica traería efectos nocivos sobre el resto del mundo, principalmente a través de dos canales: comercial y financiero.

Canal comercial: deterioro de cuenta corriente

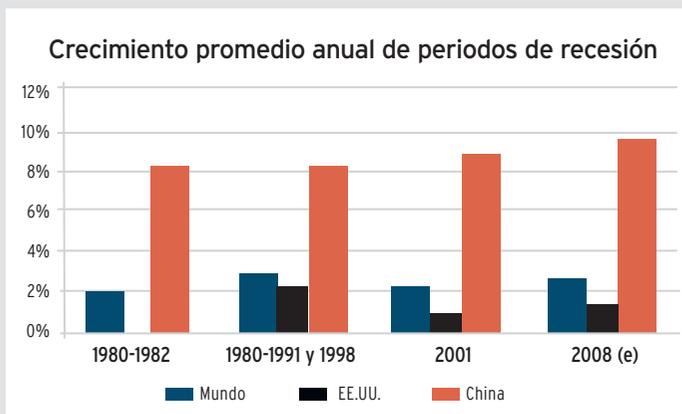
En el caso particular de materias primas, aproximadamente el 50 por ciento de la demanda se concentra en cinco países; de éstos, China es el principal consumidor de metales básicos y explica cerca del 30 por ciento del consumo mundial, porcentaje muy por encima de su participación dentro del PBI mundial. Por ello, su desaceleración afectará el crecimiento de los países exportadores de *commodities*. Para 2009, el Deutsche Bank estima que la participación de China dentro del crecimiento del consumo de estos productos seguirá siendo muy importante; explicando más de las tres cuartas partes del crecimiento de la demanda de acero, petróleo y aluminio⁶.

La evolución futura en el precio de los *commodities* dependerá en gran medida en el impacto de las medidas fiscales y monetarias. Un punto a considerar es el cambio en el patrón de crecimiento de China. En tanto el crecimiento se reorienta hacia el mercado interno, la demanda por importaciones chinas mostraría un cambio de composición. De acuerdo con el FMI⁷, este cambio afectaría menos a los países emergentes.

China: la respuesta de política ante otros períodos de recesión

La economía china, aunque en otra coyuntura internacional, ya enfrentó diversas crisis a través de políticas que mantuvieron las tasas de crecimiento por encima de 8 por ciento anual. La crisis actual, comparada con anteriores episodios, encuentra a China con mayor solidez fiscal y menor vulnerabilidad externa. Por ejemplo, durante la crisis financiera de 1998, China mantenía un déficit fiscal y de cuenta corriente así como poco espacio de maniobra para la política monetaria (bajas tasas de interés). Aún en este contexto, el gobierno adoptó un paquete de estímulo fiscal que consistió en la emisión de bonos de construcción a largo plazo, mayor inversión en infraestructura y reforma del sector inmobiliario⁵. Cabe señalar que el margen para políticas anticíclicas se vio favorecido por la existencia de control a los flujos de capitales.

El mantenimiento de controles a los flujos de capitales responde en parte a la existencia de un sistema financiero en una etapa inicial de desarrollo. Los mayores avances en el sistema bancario se dieron desde diciembre de 2006 (bajo el acuerdo del WTO), en particular respecto a su liberalización y



reestructuración. Sin embargo, el sistema aún mantiene una alta participación del sector estatal (50 por ciento de los activos están en los 4 principales bancos estatales) y un nivel muy incipiente de desarrollo y eficiencia. Por otro lado, esta situación ha permitido que la banca tenga una menor exposición a la crisis financiera internacional, como sucedió en la crisis asiática.

⁴ En la actualidad, la población que vive en áreas rurales constituye el 55 por ciento del total de la población.

⁵ Según UBS el paquete fiscal de 1998/1999 fue equivalente a 1,5-1,8 por ciento del PBI.

⁶ Deutsche Bank: Commodities Market Outlook (Octubre 2008).

⁷ Fondo Monetario Internacional: People's Republic of China—Staff Report for the 2008 Article IV Consultation (no publicado).

Tres factores que están afectando la demanda de *commodities* de China continuarán en el primer trimestre de 2009. Estos factores son la caída de la inversión en el sector inmobiliario, la masiva reducción en los inventarios de materias primas luego del colapso en los precios internacionales de los *commodities*, y la caída de la demanda externa por exportaciones chinas.

Por ejemplo, en el caso del cobre, según BMO Capital Markets, la demanda de China se reduciría en 2009 por primera vez en 6 años. Con ello, el mercado generaría un superávit que impulsaría a los inventarios de este metal de un promedio de 15,4 días de consumo en los últimos dos años a 25 días en 2009 y 31 días en 2010. Sin embargo, BMO espera una recuperación para finales de 2009, cuando una flexibilización agresiva de la política monetaria por parte de los bancos centrales del G7 y del Banco Popular de China empiece a estabilizar el mercado. Adicionalmente, el plan fiscal de China conduciría a incrementar el consumo de cobre. El potencial impacto de una desaceleración china sobre el precio de los *commodities* en 2009, y en general sobre las importaciones chinas, sería un impacto que podría revertirse, al menos parcialmente, en el mediano plazo. En el World Economic Outlook de octubre de 2008, el FMI estimaba tasas de crecimiento de 10 por ciento para el período 2011-2013. Se espera que una vez superada la recesión en las economías desarrolladas, China recupere posición en los mercados y continúe creciendo a tasas altas, más aún si este proceso está acompañado de un fortalecimiento de su demanda interna.

A su vez, existen otros países –como Vietnam- que tienen condiciones similares a las de China a inicios de los años ochenta, por lo que es de esperar que puedan tomar

CUADRO 1 ■ BRICs: Indicadores macroeconómicos 1/ (Proyecciones 2008)

	Deuda pública (por ciento del PBI)	Cuenta corriente (por ciento del PBI)	Inflación (Var. por ciento anual)	
			Dic. 07	Nov. 08
China	12,6	9,5	6,5	2,4
India	81,0	-2,8	5,5	10,5
Rusia	6,2	6,4	10,9	13,6
Brasil	62,0	-1,8	4,5	6,4

1/ FUENTE: FMI, MOODYS Y BLOOMBERG

la posta cuando China pase a otro estadio de desarrollo. El crecimiento de este tipo de economías –que requiere fuerte inversión en infraestructura- daría un soporte a los precios de los *commodities* en el mediano plazo.

Canal financiero: mayores tasas de interés y depreciación del dólar

En 2008, las reservas internacionales de China se elevaron en US\$ 377 mil millones, bordeando los US\$ 2 billones, a fines de 2008. Parte importante de estas reservas se invierten en Bonos del Tesoro Americano, cuya tenencia en 2008 se incrementó a US\$ 585 mil millones, con lo cual ha pasado a ser el principal tenedor, desplazando a Japón.

Por ello, un menor crecimiento de sus exportaciones y una expansión de su demanda doméstica debe llevar a una reducción en el superávit comercial, a una menor acumulación de reservas internacionales y a menores compras de bonos del Tesoro. Ello presionaría al alza las tasas de interés de largo plazo.

Alcance del paquete fiscal de China: opiniones de mercado

De acuerdo con varias estimaciones de casas de inversión, las medidas fiscales podrían implicar en el mejor de los casos, entre 2 y 3 por ciento del PBI en 2009. Este impacto sería moderado en tanto se limitaría a compensar el efecto de la caída de las exportaciones. En términos generales el mercado ha mostrado escepticismo sobre la efectividad del paquete fiscal. Los principales argumentos son los siguientes:

1. Sobre la magnitud del paquete y su impacto sobre el PBI: No está claro qué porcentaje del estímulo fiscal es efectivamente nuevo ni cuánto de lo nuevo estará financiado por el gobierno, posiblemente mediante la emisión de bonos (UBS y Roubini). Para cuantificar el efecto total en la economía habría que incluir los recortes de impuestos y transferencias directas del gobierno y, además, excluir la inversión que se vería desplazada en los sectores residencial y exportador.
2. La magnitud del paquete fiscal sería equivalente a 1,0 por ciento del PBI de 2009 (UBS y Standard Chartered) ó 2-3 puntos porcentuales (Deutsche Bank, Citibank). En este sentido, el paquete fiscal mantendría el crecimiento entre 8,0 y 9,0 por ciento en este periodo, revirtiendo la tendencia descendente observada recientemente. Sin embargo, si la economía global se mantiene deprimida por un mayor lapso que el actualmente esperado (más allá de 2009), el crecimiento de China caería por debajo de 8,0 por ciento (Citibank y Danske). Roubini señala que el producto potencial podría reducirse a un rango entre 5,0 y 6,0 por ciento para ese año.
3. El paquete está enfocado en el sector infraestructura, que es relativamente pequeño (10 ciento del activo fijo) y sujeto a intervención del gobierno, por lo que su efectividad es limitada (Alliance Bersetein). Por el contrario, los sectores que generarían un mayor efecto son el manufacturero e hipotecario que constituyen una proporción mayor (32 y 23 por ciento, respectivamente). El lapso de la implementación (2 años) no es consistente con el de los proyectos de infraestructura (hasta 5 años).
4. Sin embargo, más allá del impacto directo del paquete, el aspecto más importante es que el gobierno ha dado claras señales de que hará lo necesario para mantener el crecimiento cerca al 8 por ciento. Ello podría ayudar a restaurar la confianza de los empresarios y consumidores y fomentar la inversión. (The Economist).

GRÁFICO 2 ■ Tenencia bonos del Tesoro de USA (US\$ miles de millones)

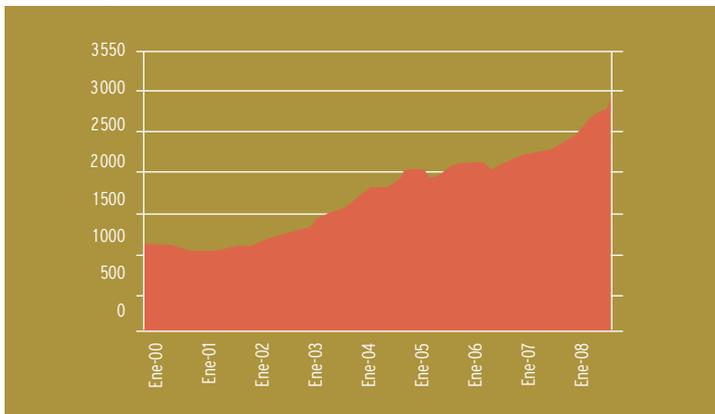
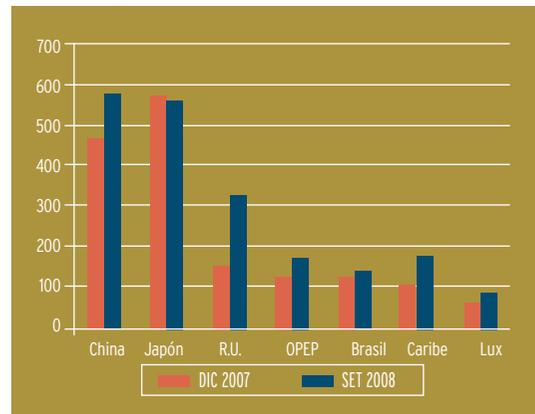


GRÁFICO 3 ■ Tenencia bonos del Tesoro de USA por país (US\$ miles de millones)



Del mismo modo, China posee activos financieros en dólares diferentes a los bonos americanos. Así, la tenencia de US\$ 585 mil millones de bonos del Tesoro forman parte de aproximadamente US\$ 1 billón de activos financieros líquidos. Por lo tanto, una menor acumulación de reservas debería generar una menor demanda por estos títulos y presiones depreciatorias sobre el dólar.

COMENTARIOS FINALES.

• China, la segunda economía en importancia en el mundo, viene perdiendo dinamismo debido a la recesión mundial, pero su sólida posición fiscal y su situación externa favorable le otorgan margen de maniobra para enfrentar la crisis.

- Las medidas fiscales y monetarias anunciadas, están orientadas a sostener y dinamizar el mercado interno para poder mantener las tasas de crecimiento actuales.
- Sin embargo, la implementación, efectividad y el alcance de estas políticas han sido afectadas por la profundización de la crisis, así como por la mayor incertidumbre en los mercados internacionales.
- Al parecer, habría que esperar hasta marzo de 2009 cuando se realice la reunión oficial del partido de gobierno, para saber si se le da un mayor énfasis a estas políticas anticíclicas con medidas complementarias.
- El éxito de estas políticas es clave para evitar una mayor desaceleración de las economías emergentes que productoras y exportadoras de materias primas. ■



L

a crisis global

2007-2009 y la

POLÍTICA MONETARIA

del Banco Central de Reserva del Perú

ZENÓN QUISPE*, DAVID LEÓN**
Y ALEX CONTRERAS***

Las medidas oportunas adoptadas por el Banco Central ante la crisis global han permitido que la inflación se mantenga en niveles próximos al de la estabilidad de precios y que se logre la normal fluidez de la cadena de pagos y del crédito del sistema financiero; así como reducir volatilidades extremas del tipo de cambio con el fin de neutralizar el efecto hoja de balance característico de economías con dolarización financiera.

* Jefe del Departamento del Programa Monetario
** Especialista Senior en Política Monetaria
*** Especialista en Política Monetaria

I. LA POLÍTICA MONETARIA Y EL MANEJO DE LIQUIDEZ DEL BANCO CENTRAL

La finalidad del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es preservar la estabilidad monetaria. Así, la estabilidad de precios se constituye en el principal aporte de la política monetaria a la economía pues, al controlarse la inflación, se reduce la incertidumbre y se genera confianza en el valor presente y futuro de la moneda, elemento imprescindible para estimular el ahorro, atraer inversiones productivas y promover, de esta manera, un crecimiento económico sostenido.

Con esta finalidad, la política monetaria sigue un esquema de metas explícitas de inflación con una meta puntual de 2,0 por ciento y un rango de tolerancia de ± 1 punto porcentual. Para alcanzar esta meta se evalúan en forma permanente el estado actual de la economía y sus perspectivas futuras y se decide el nivel de la tasa de referencia para el mercado interbancario como la meta operativa compatible con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte temporal de la política monetaria.

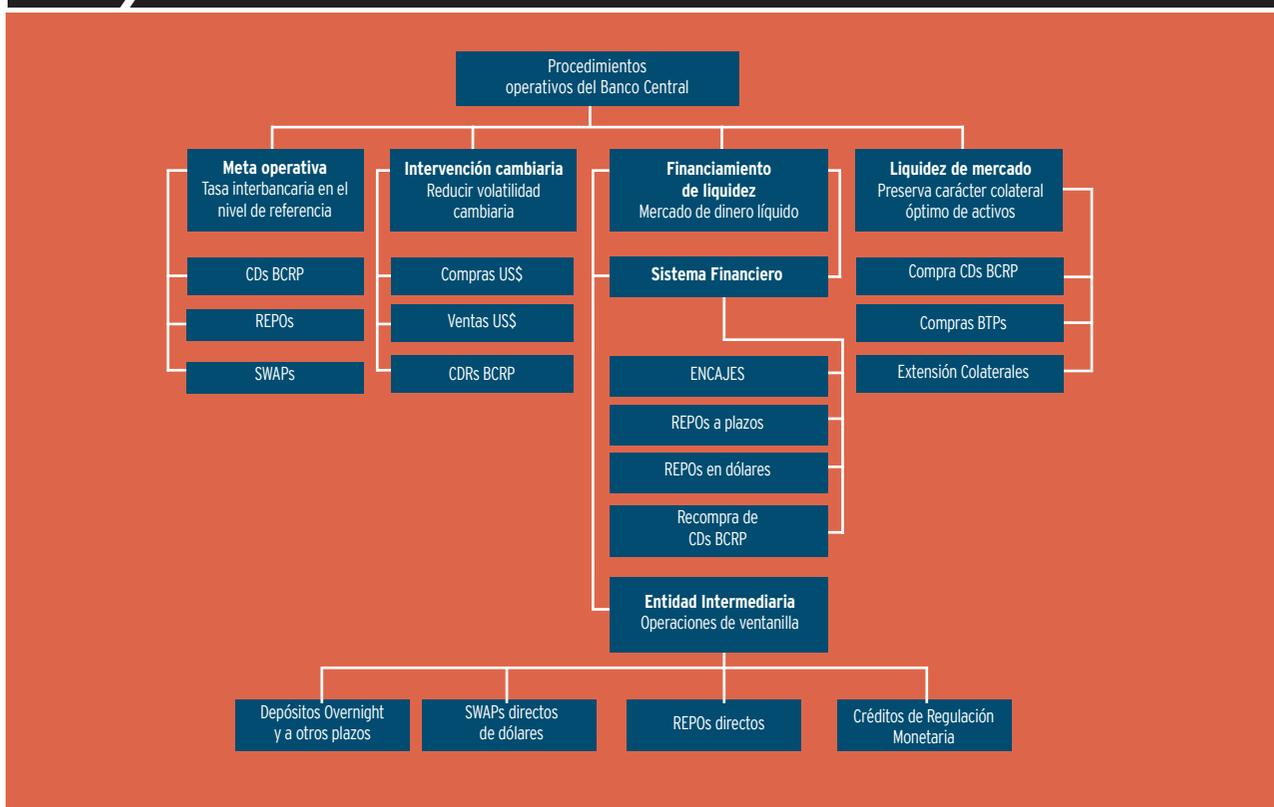
Este eje central de la política monetaria, está acompañado por dos funciones auxiliares asociadas al contexto de la economía peruana caracterizada todavía por un alto grado de dolarización y con mercados financieros y de capitales en proceso de desarrollo. Así, condicional al cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, la primera fun-

ción auxiliar está asociada a las acciones del Banco Central para garantizar el flujo normal de liquidez en el sistema financiero, buscando por ejemplo en casos de desequilibrios asociados a escenarios de crisis, otorgar flexibilidad al manejo de liquidez de las entidades financieras para mantener el normal funcionamiento de la cadena de pagos y el dinamismo de los flujos crediticios en concordancia con un crecimiento económico sostenible.

La segunda función auxiliar busca reducir la vulnerabilidad de la hoja de balance de los agentes económicos, con dolarización de sus obligaciones, mediante un esquema de flotación cambiaria administrada que tiene por finalidad reducir volatilidades extremas en el tipo de cambio, sin predeterminedar su nivel ni su tendencia, y de esta manera, controlar los riesgos de liquidez y crediticios asociados a esta dolarización financiera.

Estas funciones son atendidas con los procedimientos operativos del Banco Central (ver Gráfico 1), mediante el uso del conjunto de instrumentos de política monetaria a través de operaciones de mercado abierto y, en escenarios de contingencia, activando instrumentos directos como el encaje y operaciones de ventanilla. Asimismo, mediante compras y ventas de dólares y colocaciones de CDR del BCRP para reducir volatilidades cambiarias extremas.

GRÁFICO 1 | Procedimiento operativo del BCRP



CUADRO 1 ■ Tenencia de no residentes de activos en renta fija en moneda nacional (millones de US\$)

	Dic. 06	Dic. 07	Ene. 08	Feb. 08	Mar. 08	Abr. 08	May. 08
1.CDBCRP	0	695	2403	2371	2627	2514	2207
2.Renta fija	1147	1851	1989	2516	2726	2771	2887
3.Depósitos en la banca	60	76	81	344	770	1015	388
Total	1207	2622	4473	5231	6123	6300	5482

Con la finalidad de alcanzar la meta operativa, el BCRP regula la liquidez del sistema financiero a través de operaciones monetarias buscando inducir a que la tasa de interés interbancaria se sitúe en el nivel de referencia. Las operaciones activas se realizan mediante operaciones de mercado abierto (OMA), y las pasivas a través de las facilidades de ventanilla.

Mediante las OMA, el BCRP subasta la compra (inyección de liquidez) o venta (retiro de liquidez) temporal o permanente de valores (colaterales) de bajo riesgo crediticio y alto grado de liquidez, como títulos del gobierno o del propio Banco Central, para evitar desequilibrios de oferta y demanda en el mercado de dinero. El bajo riesgo crediticio y alto grado de liquidez de estos colaterales: a) reducen la exposición del Banco Central al riesgo crediticio, b) facilitan la formación de tasas de interés en las subastas al no

existir una prima por riesgo crediticio, c) permiten un manejo de liquidez de corto plazo más eficiente. El uso de títulos poco líquidos puede inducir a que los bancos no participen en estas operaciones.

Los instrumentos del BCRP para inyectar liquidez en soles y en dólares a través de OMA son:

- **Operaciones de Reporte (REPO).** Mediante subasta, El BCRP recibe temporalmente de los bancos CD del BCRP o títulos del gobierno (BTP, Bonos VAC y letras de Tesoro) como colaterales a cambio de liquidez. El BCRP cobra una tasa de interés determinada en la subasta. El BCRP puede hacer subastas correctivas para afinar su control de la liquidez.

- **Operaciones Swap de moneda extranjera.** El BCRP compra temporalmente dólares a cambio de soles y cobra una comisión.

Para garantizar el flujo de liquidez en el sistema finan-

GRÁFICO 4 ■ Compras netas de dólares en Mesa de Negociación y tipo de cambio

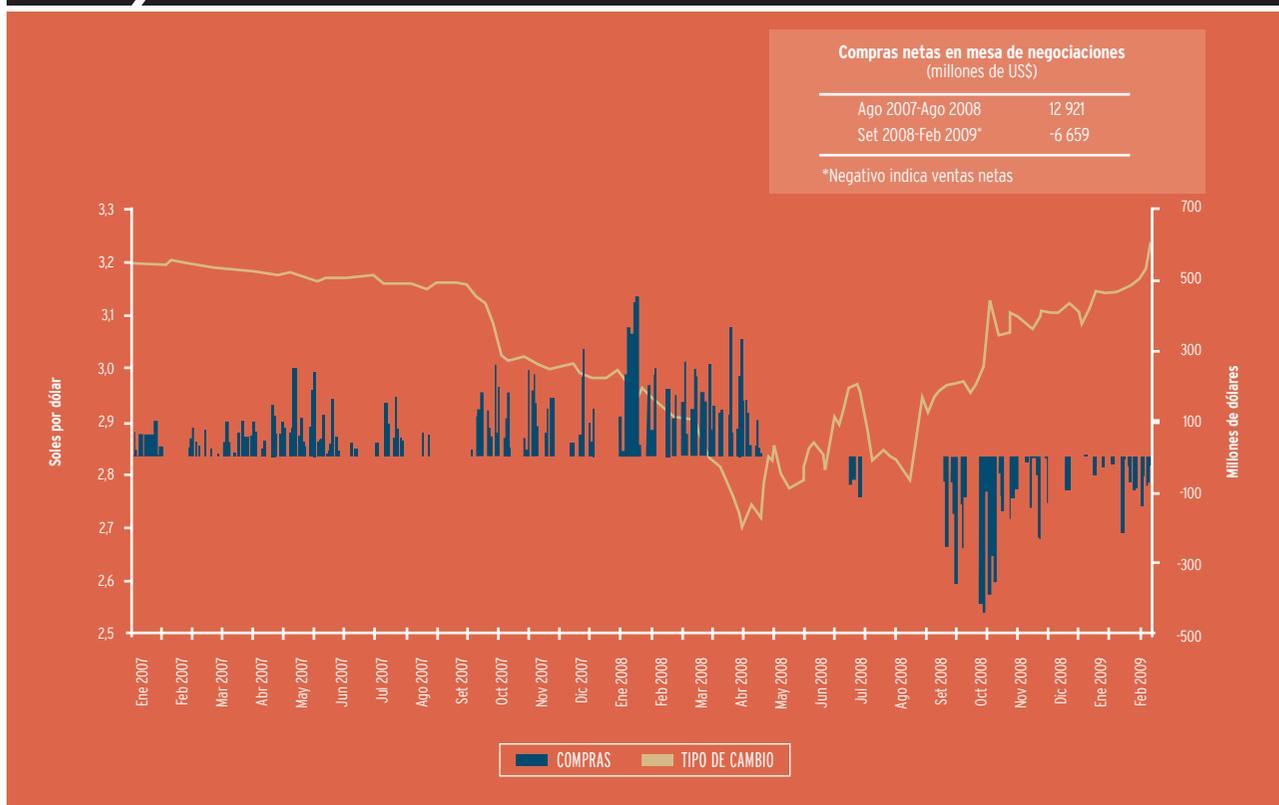
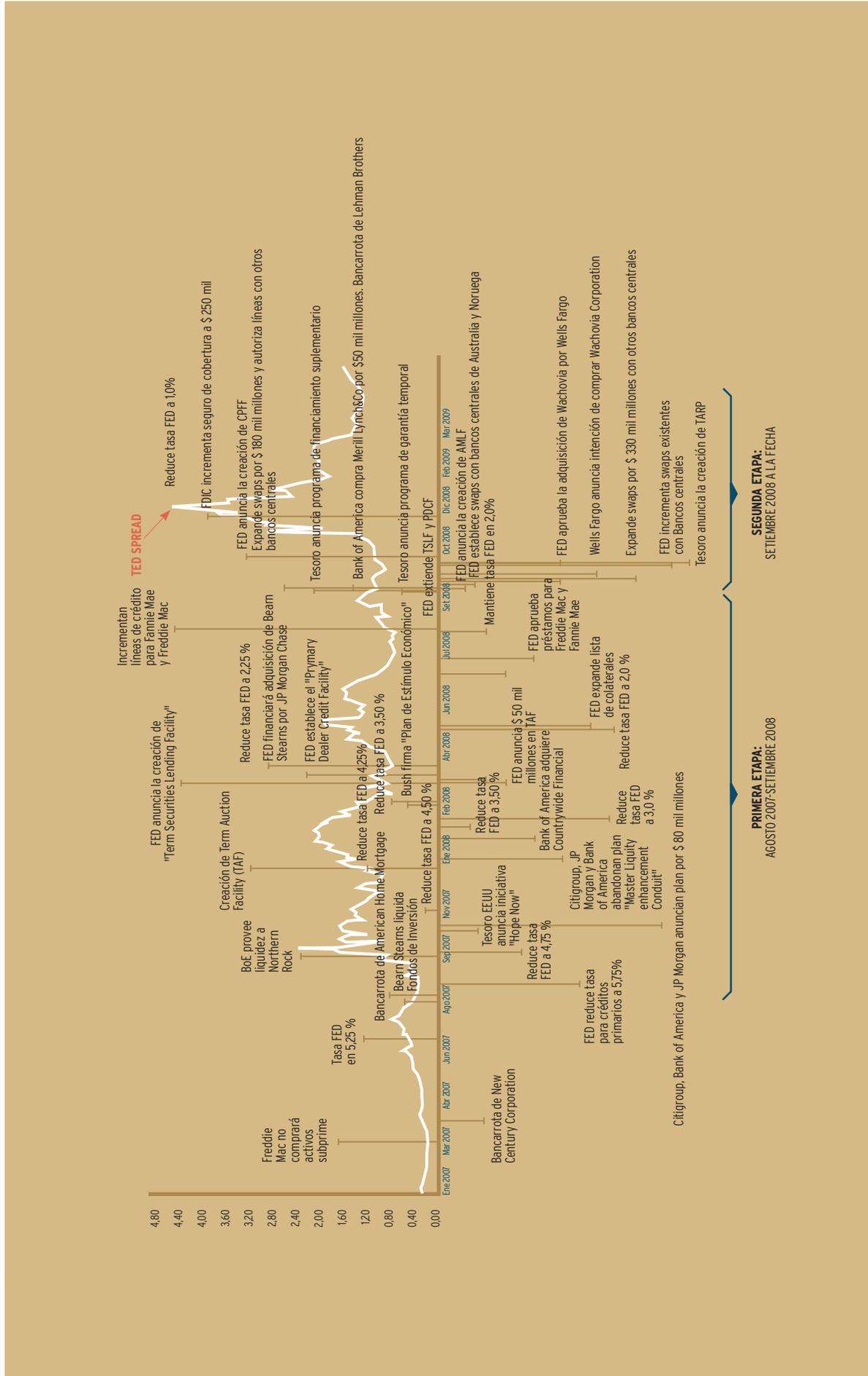


GRÁFICO 2 ■ USA: evolución de la crisis financiera internacional



FUENTE: RESERVA FEDERAL DE SAINT LOUIS. ELABORACIÓN PROPIA

CUADRO 2 ■ Medidas implementadas para controlar el flujo de capitales de corto plazo

Enero 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios del régimen de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera y creación de una nueva facilidad de depósitos para entidades financieras • Aumento del encaje mínimo legal de 6 a 7 por ciento; del encaje marginal en dólares de 30 a 40 por ciento y establecimiento de encaje marginal en soles de 15 por ciento. • Incremento de 1 a 2 por ciento del encaje mínimo que debe mantenerse en la cuenta corriente de los bancos en el BCRP. • Se aceptan depósitos a plazo de las entidades financieras en el BCRP. • Se sustituye la emisión de CDBCRP por CDBCRP_NR (de negociación restringida a los participantes en la subasta primaria). • Se establece el registro de transferencia de propiedad de los CDBCRP y CDR_BCRP. • Se introduce una comisión a la transferencia de propiedad de los Certificados del BCRP.
Marzo 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios del régimen de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera • Aumento del encaje mínimo legal de 7 a 8 por ciento; e incremento del encaje marginal en soles de 15 a 20 por ciento. • Se establece una tasa de encaje en moneda nacional de 40 por ciento para las obligaciones con el exterior, excluyendo aquellas con personas naturales o jurídicas no financieras. • Se establece diciembre de 2007 como base para las obligaciones por créditos del exterior. • Se establece un encaje único de 9 por ciento para las obligaciones sujetas al régimen general. Se exonera de encaje al incremento de los créditos del exterior.
Abril 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios del régimen de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera • Aumento del encaje mínimo legal de 8 a 8,5 por ciento y del encaje marginal en soles de 20 a 25 por ciento. Se eleva el encaje marginal en dólares de 40 a 45 por ciento y se establece abril de 2008 como nueva base para el cálculo. • Se establece una tasa de encaje en moneda nacional de 120 por ciento para las obligaciones provenientes de fuentes del exterior, excluyendo aquellas con personas naturales o jurídicas no financieras.
Julio 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Cambios del régimen de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera • Aumento del encaje mínimo legal de 8,5 a 9,0 por ciento y de 45 a 49 por ciento la tasa de encaje marginal en moneda extranjera. • Se establece una tasa de encaje de 9,0 por ciento para los créditos provenientes de fuentes del exterior con plazo promedio igual o mayor a 2 años hasta un límite en función de su patrimonio efectivo • Se establece una tasa de encaje en moneda nacional para el tramo del régimen especial que antes no estaba sujeto al encaje. • Se eleva a 49 por ciento el encaje en moneda nacional aplicable a las operaciones sujetas a la variación del tipo de cambio.

ciero, en escenarios de restricciones de liquidez, el Banco Central cuenta con instrumentos de inyección permanente como cambios en el encaje, compra de dólares, REPO y Swap a plazos de hasta un año, recompra permanente de CDBCRP y compra permanente de BTP (hasta por el 5,0 por ciento del saldo de la emisión primaria al cierre del año previo), ambos en el mercado secundario.

Las operaciones de ventanilla están disponibles para bancos que al finalizar sus operaciones del día requieren aún fondos o tienen excedentes. Para los excedentes cuenta con la ventanilla de depósitos overnight a tasas de interés por debajo del mercado. La inyección por ventanilla se otorga, a un mayor costo que el mercado, en casos de que un banco tenga problemas de liquidez y no de solvencia¹. Hay tres tipos de facilidades de inyección de liquidez por ventanilla:

- REPO directas, las que, a diferencia de la subasta, aceptan además como colaterales bonos emitidos por el sector privado con calificación de riesgo igual o mejor a AA. Estas REPOs están disponibles también en moneda extranjera.

- SWAP de ventanilla, en el cual el BCRP anuncia el monto de la operación, el tipo de cambio de la compra, el plazo y la comisión de la operación.

- Créditos de regulación monetaria (CRM), accesibles por bancos no sujetos al régimen de vigilancia. El plazo máximo es de 30 días y pueden otorgarse hasta por un monto igual al patrimonio del banco. Los colaterales exigidos para los CRM incluyen, además de los exigidos en las repos directas, otros títulos de bajo riesgo y US dólares mantenidos en cuenta corriente en el BCRP para garantizar créditos en Nuevos Soles.

Para reducir volatilidades extremas en el tipo de cambio y controlar los riesgos de liquidez y crediticios asociados a la dolarización financiera, el BCRP limita los efectos en la hoja de balance, mediante la acumulación preventiva de reservas internacionales e intervenciones cambiarias. Asimismo, el Banco Central exige que los bancos mantengan mayores niveles de encaje por las obligaciones en moneda extranjera. El manejo del encaje permite también proveer de liquidez cuando sea necesario, promueve

¹ Según Diamond y Dybvig (1983) en "Bank runs, deposit insurance and liquidity." Journal of Political Economy 91; el problema de liquidez se asocia a retiros imprevistos de depósitos de un banco sin deterioro del valor de sus activos. Con deterioro de activos, el problema es de solvencia y debe coordinarse con el Tesoro Público y el ente regulador.

GRÁFICO 5 Tasas de encaje en moneda nacional (porcentajes)

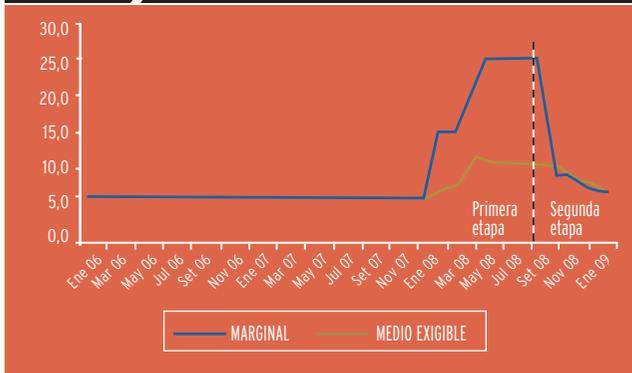
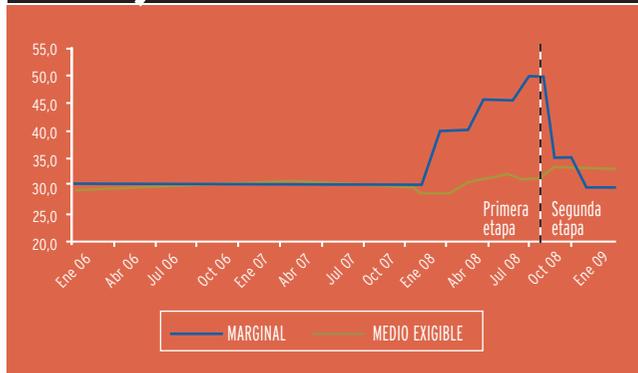


GRÁFICO 6 Tasas de encaje en moneda extranjera (porcentajes)



la desdolarización e incentiva a que los agentes económicos internalicen los riesgos de la dolarización.

II. IMPLICANCIAS DE LA CRISIS GLOBAL EN EL PERÚ Y LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL

El período de la crisis global puede ser subdividido en dos grandes etapas, convenientes para evaluar las implicancias de la misma en la economía peruana:

Primera etapa: desde agosto de 2007, con la crisis de créditos hipotecarios subprime, pasando por el rescate del Bear Stearns en marzo de 2008 y hasta la declaración de bancarrota del Lehman Brothers en setiembre de 2008. Este período se caracterizó por alta incertidumbre sobre la liquidez de mercado de activos utilizados como colaterales en los mercados internacionales de dinero, debilitando la capacidad de financiamiento de liquidez de corto plazo. La prolongación de este escenario de iliquidez habría generado problemas de solvencia y desaparición del esquema de banca de inversión, a pesar de las fuertes inyecciones de liquidez coordinadas por los principales bancos centrales de países industrializados. El Gráfico 2 ilustra la evolución de la crisis y las acciones de la Reserva Federal y del Tesoro Americano.

Segunda etapa: desde setiembre de 2008 hasta la actualidad. En este período, la incertidumbre se trasladó al resto del sistema financiero internacional, con restricción generalizada de la liquidez, paralización de las líneas de crédito tanto en el mercado de dinero de corto plazo como en los mercados de créditos corporativos, desencadenando presiones recesivas en las economías industrializadas, e induciendo un alto grado de incertidumbre en los tipos de cambio y en las tasas de interés, y una fuerte caída de los precios de los commodities. En esta etapa, la crisis se traslada a las economías emergentes, con presiones a la desaceleración del crecimiento económico en Asia y el Medio Oriente, y en las economías en transición. Aunque América Latina ha mostrado en 2008 un nivel de actividad dinámico, las economías de la región comenzaron a percibir condiciones financieras restrictivas y perspectivas de desaceleración del nivel de actividad económica para 2009 y 2010.

Durante la primera etapa de la crisis global, agosto 2007- setiembre 2008, el Perú continuó experimentando un alto dinamismo del nivel de actividad económica, basado en sólidos fundamentos macroeconómicos asociados a las reformas estructurales, la disciplina fiscal, la estabilidad monetaria y

CUADRO 3 Inyección y esterilización monetaria

	SALDOS S/. Millones			FLUJOS Variación	
	Dic 2007	Ago 2008	Feb 2009	Ene-Ago 2008	Set 08-Feb 09
1. REPO			7 877	0	7 877
2. CDBCRP	-21 458	-34 024	-9 398	-12 566	24 626
Total	-21 458	-34 024	-1 521	-12 566	32 503

Esterilización monetaria

Inyección monetaria

↑

CUADRO 4 ■ **Medidas del BCRP para proveer liquidez**

Fecha	Medida
Setiembre-2008	<p>Encaje en moneda nacional y en moneda extranjera (libera recursos por S/.18 millones y US\$ 102 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Exonera encaje a adeudados externos de entidades financieras a plazos de 2 años o más.
Octubre	<ul style="list-style-type: none"> Se extienden los plazos de las operaciones REPOS hasta 1 año y se amplía el número de participantes en las subastas (AFP's y Fondos Mutuos) Se incorpora la opción de SWAP directo de dólares por soles. Se establecen REPOS en moneda extranjera. <p>Encaje en moneda nacional (libera recursos por S/. 967 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Se establece un encaje único de 9 por ciento, que es igual al encaje mínimo legal, para las obligaciones sujetas al régimen general. Se exonera de encaje al incremento de los créditos del exterior. <p>Encaje en moneda extranjera (libera recursos por US\$ 279 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Se reduce de 49 a 35 por ciento la tasa de encaje marginal aplicada sobre las obligaciones sujetas al régimen general. Asimismo, se exonera de encaje al incremento de los créditos del exterior. <p>Encaje en moneda nacional (libera recursos por S/. 154 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Exoneración al 33 por ciento de obligaciones en soles hasta un máximo de S/. 100 millones. Reduce de 120 a 35 por ciento encaje a depósitos de no residentes. Reduce de 120 a 9 por ciento el encaje a fondos de no residentes destinados a financiar microfinanzas.
Noviembre	<p>Encaje en moneda extranjera (libera US\$ 27,2 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Tope de 35 por ciento al encaje medio a créditos externos de corto plazo. Se reduce a 35 por ciento el encaje para las obligaciones del régimen especial.
Diciembre	<p>Encaje en moneda nacional (libera S/. 650 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 9,0 a 7,5 por ciento. <p>Encaje en moneda extranjera</p> <ul style="list-style-type: none"> Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 9,0 a 7,5 por ciento. Se reduce a 35 a 30 por ciento el encaje marginal para las obligaciones del régimen general.
Enero-2009	<p>Encaje en moneda nacional (libera S/. 300 millones)</p> <ul style="list-style-type: none"> Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 7,5 a 6,5 por ciento. Además, se reduce el requerimiento mínimo de fondos de encaje que los bancos deben mantener en su cuenta corriente del BCRP de 2,0 a 1,5 por ciento del TOSE.
Febrero-2009	<p>Se reduce la tasa de interés de referencia</p> <ul style="list-style-type: none"> El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,50 a 6,25 por ciento.
Marzo-2009	<p>Se reduce la tasa de interés de referencia y la tasa de encaje en moneda nacional</p> <ul style="list-style-type: none"> El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria de 6,25 a 6,0 por ciento. Se reduce la tasa del encaje mínimo legal de 6,5 a 6,0 por ciento, y el requerimiento de cuenta corriente de 1,5 por ciento a 1,0 por ciento, a partir de abril (libera recursos por S/. 250 millones).

una posición de liquidez internacional solvente, que se reflejaron en una tasa de crecimiento económico, sostenido, promedio de 9,8 por ciento.

Los choques al alza en los precios internacionales de insumos alimenticios y combustibles y el dinamismo de la demanda interna de dicho período elevaron las expectativas de inflación por encima de la meta del 2,0 por ciento e indujeron al Banco Central a ajustar gradualmente su posición de política monetaria, dado su objetivo principal de estabilidad de precios. Así, en seis oportunidades incrementó la tasa de interés de referencia, 25 pbs por vez, desde 5,0 por ciento en setiembre de 2007 hasta 6,5 por ciento en setiembre de 2008², buscando que, en el horizonte temporal de la política monetaria, la inflación

retorne gradualmente a la meta de 2.0 por ciento que se espera la alcance al cierre de 2009³.

En enero de 2008, se observó un importante flujo de capitales de corto plazo hacia el mercado de activos en soles. Frente a ello, el Banco Central aumentó su ritmo de intervenciones cambiarias comprando US\$ 3 270 millones para evitar los riesgos de hoja de balance que implica una excesiva volatilidad del tipo de cambio. La posición líquida en soles de los bancos se incrementó significativamente implicando *spreads* muy negativos de la tasa de interés interbancaria con relación a la tasa de referencia (ver Gráfico 3).

Estos flujos se reflejaron en aumentos de las tenencias de valores domésticos por parte de los inversionistas no residentes (CDBCRP, BTP y depósitos en los

² Ya se habían efectuado dos ajustes elevando la tasa de referencia de 4,5 a 5,0 por ciento entre junio y setiembre de 2007.

³ Véase Reporte de Inflación de Setiembre 2008, pp 77.

bancos). Se pasó de US\$ 2 822 millones en diciembre de 2007 a US\$ 4 473 millones en enero 2008 y se alcanzó un máximo de US\$ 6 300 millones en abril; en mayo empezó a reducirse (ver Cuadro 1).

Para neutralizar esta entrada de capitales de corto plazo que amenazó con expandir de manera no deseada la liquidez del sistema financiero, se elevaron los requerimientos de encaje sobre obligaciones en moneda nacional y extranjera, combinado con un conjunto de medidas orientadas a focalizar los CDBCRP en su rol de instrumento de manejo monetario y a desincentivar la tenencia de estos títulos por parte de inversionistas no residentes (Cuadro 2) mediante el registro y el cobro de comisiones por la transferencia de las mismas. Así, durante esta etapa, hasta agosto de 2008, se incrementó la tasa de encaje legal de 6,0 a 9,0 por ciento, el encaje marginal en soles de 6,0 a 25,0 por ciento, el encaje a los depósitos de los inversionistas no residentes a 120 por ciento y

el encaje marginal en dólares de 30 a 49 por ciento. Estas medidas han permitido también controlar el alto dinamismo del crédito en soles y en dólares y, con ello, controlar el dinamismo de la demanda interna y su impacto en la inflación.

Durante la segunda etapa de la crisis financiera global, setiembre de 2008 a la fecha, debido a la profundización de la misma y generalización de la incertidumbre, las economías emergentes, entre ellas el Perú, han comenzado a percibir condiciones de liquidez más estrictas que se reflejaron en menores transacciones en el mercado de dinero y mayor preferencia por liquidez por parte de los agentes económicos. Ya en setiembre de 2007, con la crisis *subprime* de EEUU, el BCRP eximió del encaje a los créditos del exterior a plazos iguales o mayores a dos años con la finalidad de inducir a que la estructura de financiamiento del sistema financiero local sea menos vulnerable a los choques externos.

GRÁFICO 7 ■ Monto negociado en el mercado interbancario en soles
(Promedios semanales, en millones de nuevos soles)

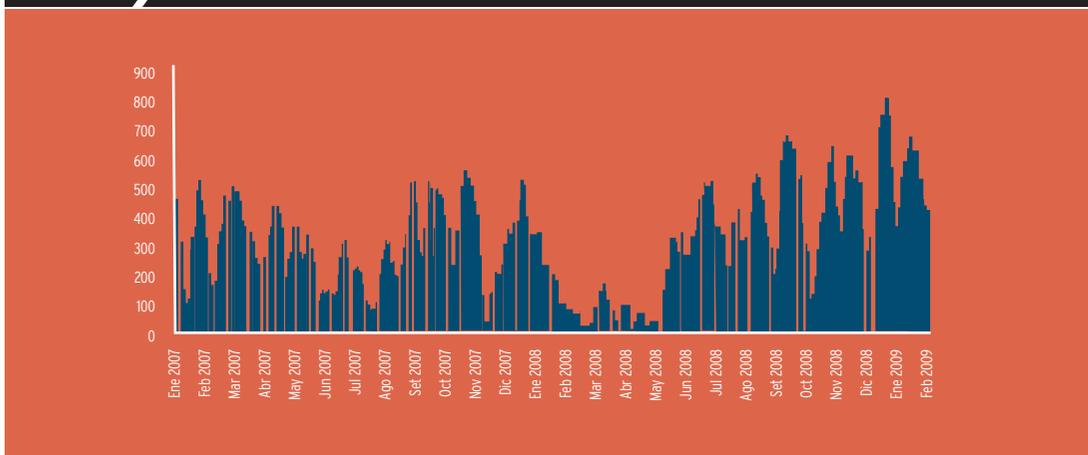
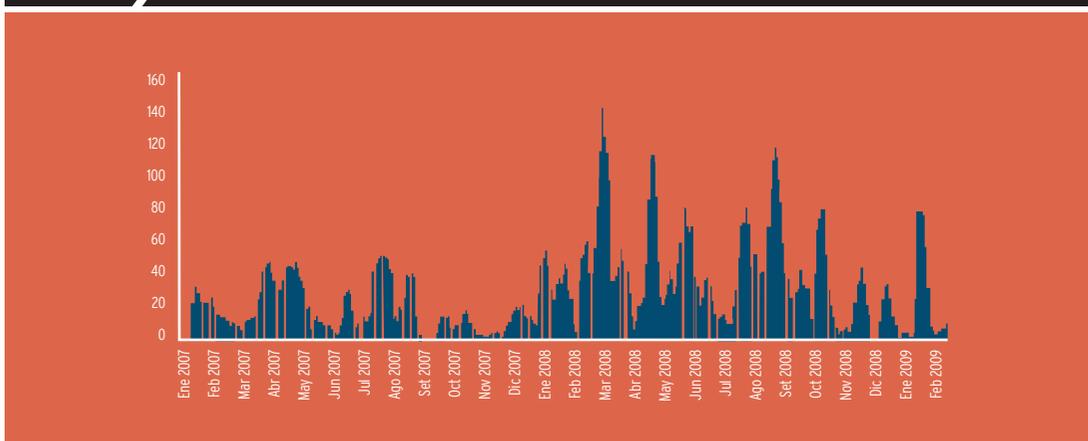


GRÁFICO 8 ■ Monto negociado en el mercado interbancario en dólares
(Promedios semanales, en millones de dólares)



⁴ Goodhart. 2008. En "The Regulatory Response to the Financial Crisis ." CESIFO Working Paper Series No. 2257, señala que un activo que se mantiene bajo la forma de reservas requeridas no pueden ser considerados líquidos en situaciones de restricciones de liquidez a menos que se reduzcan dichos requerimientos.

Desde octubre de 2008 el BCRP suspendió el proceso gradual de ajustes en su posición de política monetaria, reorientando sus esfuerzos a proveer de liquidez al sistema financiero doméstico y a reducir volatilidades extremas del tipo de cambio para neutralizar posibles efectos de hoja de balance en la economía, sin descuidar el objetivo de estabilidad de precios.

La contracción de la liquidez internacional se reflejó en el Perú en la reversión de las posiciones en soles de inversionistas no residentes, ante ello el Banco Central intervino vendiendo dólares con la finalidad de prevenir cualquier efecto perverso en la economía. Adicionalmente, el BCRP expandió su rango de operaciones monetarias para proveer a las entidades financieras mayor flexibilidad en el manejo de su liquidez en soles y en dólares. Asimismo, desde octubre de 2008, el Banco Central ha venido reduciendo los requerimientos de encaje en soles y en dólares y las líneas de crédito del exterior han sido exoneradas del encaje.

De esta manera, el impacto inicial de la crisis financiera internacional en el sistema financiero peruano ha sido menor con relación a otros países debido a la existencia de adecuados niveles de liquidez internacional en el sistema financiero local y a las oportunas acciones de política monetaria implementadas por el Banco Central. Estas acciones han evitado que: se active el efecto hoja de balance, y por lo tanto que se genere un impacto negativo en la evolución del crédito bancario y la actividad económica; se deteriore los niveles de liquidez de las entidades financieras; y se desvíen de manera permanente las tasas de interés del nivel de referencia establecido por el Banco Central.

Para evitar que se active el efecto hoja de balance, el BCRP vendió moneda extranjera por US\$ 6 659 millones desde setiembre de 2008 (Gráfico 4) y colocó CDR por US\$ 2 433 millones (S/. 7 881 millones) con la finalidad de reducir la volatilidad del tipo de cambio (el Nuevo sol ha sido una de las monedas de la región que ha presentado una menor volatilidad). También, se han flexibilizado en cuatro ocasiones los requerimientos de encaje en moneda extranjera (Cuadro 4).

Para minimizar el impacto de la crisis financiera en la disponibilidad de liquidez de los bancos y en las tasas de interés, el Banco Central, además de dejar en el mercado la liquidez proveniente de los vencimientos de los CD del BCRP, inyectó liquidez mediante REPO a plazos de hasta 1 año y Swap en moneda extranjera, reducciones del encaje en soles hasta en cuatro ocasiones y recompra permanente de CD del BCRP en el mercado secundario.

Así, considerando solamente los vencimientos de los CDs del BCRP y las operaciones REPOs, durante el período de profundización de la crisis financiera la inyección monetaria entre setiembre de 2008 y el cierre de febrero del 2009 alcanzó S/. 32 503 millones. (Cuadro 3).

Durante la primera etapa de la crisis financiera global, los incrementos de los encajes en soles y dóla-

BCRP actuó oportunamente minimizando efectos de crisis global y manteniendo dinamismo crediticio

res han permitido que las entidades financieras acumulen activos líquidos en ambas monedas. Las serias restricciones de liquidez financiera internacional que caracterizan la segunda etapa de la crisis global hizo necesario que dichos activos líquidos acumulados bajo la forma de reservas de encaje se transformen en activos de disponibilidad inmediata para garantizar el normal funcionamiento del mercado de dinero. En tal sentido, el Banco Central redujo gradualmente las tasas de encaje en ambas monedas aproximándolas a los niveles previos al inicio de la crisis global (Gráficos 5 y 6).

De esta manera, el conjunto de las medidas adoptadas por el BCRP han permitido que durante la segunda etapa de la crisis el mercado de dinero interbancario en soles mantenga sus volúmenes de transacción, e incluso, luego de una reducción temporal observada entre setiembre y octubre de 2008, los volúmenes promedio de operaciones interbancarias se hayan incrementado. Aunque en el caso de la moneda extranjera, los volúmenes transados son en promedio menores y considerando una posición actual en dólares altamente líquida de los bancos, se observa en los últimos meses una ligera reducción de estas operaciones. (Gráficos 7 y 8)

De otro lado, las acciones de política monetaria, combinadas con la recompra permanente de CDs del Banco Central en el mercado secundario han permitido que las tasas de interés del mercado interbancario (Gráfico 9), de los certificados de depósito del BCRP y de BTP retor-

nen gradualmente a niveles similares a los que mostraban antes de la agudización de la crisis financiera en agosto de 2008. Por ejemplo, la tasa de rendimiento de los BTP a 30 años que a fines de agosto se ubicaba en 8,1 por ciento, al 28 de octubre se elevó a 10,2 por ciento; al cierre de enero 2009, este rendimiento se redujo a 7,6 por ciento.

Sin embargo, los *spreads* de los bonos corporativos y de las tasas activas del sistema financiero todavía mantienen valores por encima de lo observado en agosto del 2008. No obstante, el crédito al sector privado ha mantenido su dinamismo mostrando tasas de crecimiento mensual superiores a las observadas en meses previos a la crisis.

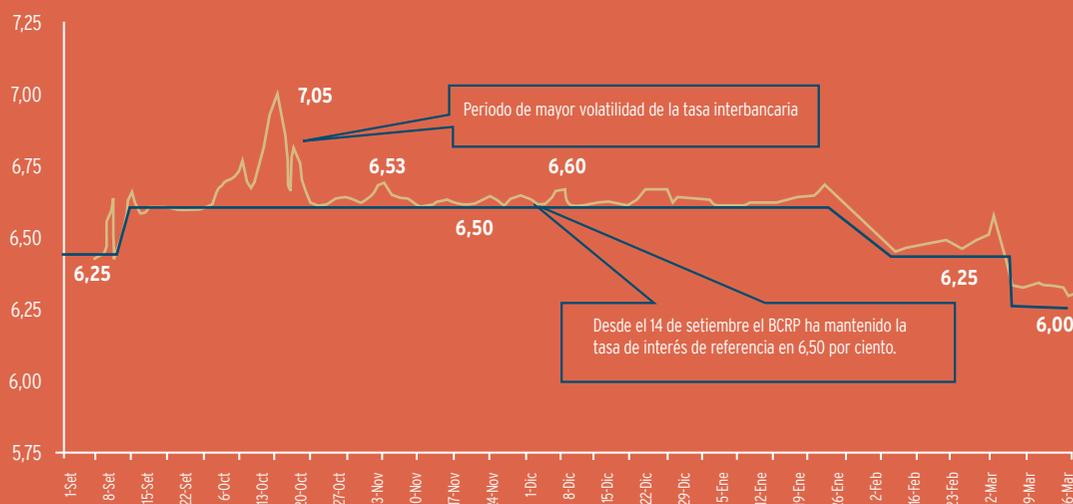
Finalmente, a partir de febrero de 2009, el directorio del Banco Central ha procedido a flexibilizar la posición de la política monetaria reduciendo la tasa de referencia de 6,5 a 6,25 por ciento en febrero y a 6,0 por ciento en marzo considerando que se observan menores presiones inflacionarias en un entorno de menor crecimiento de la economía mundial y caída de precios internacionales de alimentos y combustibles. Esta medida es consistente con el objetivo primario de estabilidad de precios si se toma en cuenta que el estado actual de la economía refleja la convergencia de la inflación a la meta de 2 por ciento a fines del 2009.

CONCLUSIONES

En este escenario global, las medidas oportunas adoptadas por el Banco Central han permitido, en primer lugar, lograr que la inflación de 2008 sea una de las más bajas de la región y mantenga su convergencia a la meta de 2 por ciento a la que se espera alcance a fines de 2009; en segundo lugar, mantener la normal fluidez de la cadena de pagos y del crédito del sistema financiero; y, en tercer lugar, reducir volatilidades extremas del tipo de cambio buscando neutralizar el efecto hoja de balance característico de economías con dolarización financiera.

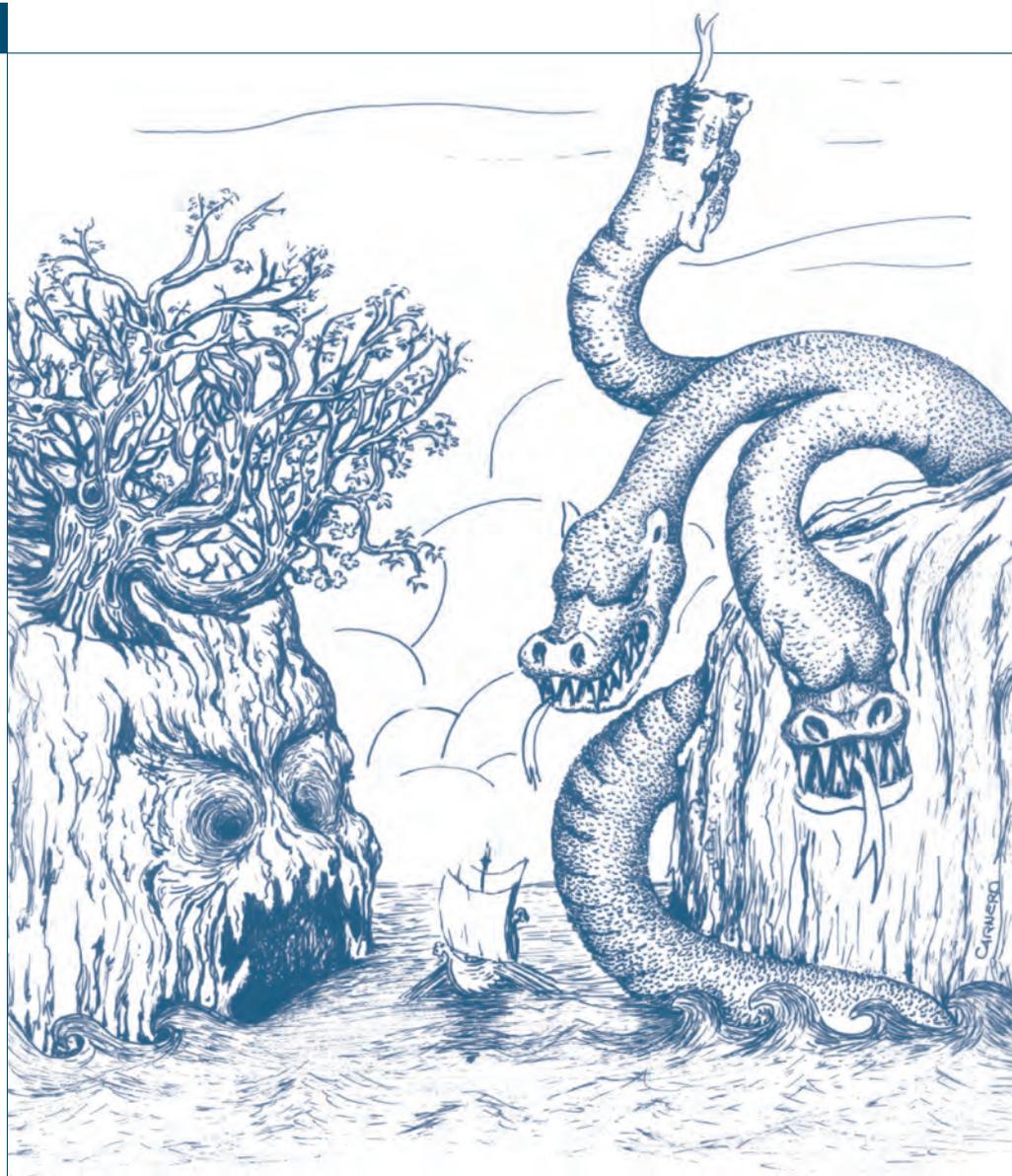
En la primera etapa de la crisis (agosto 2007-setiembre 2008) el Banco Central ha venido ajustando gradualmente la posición de la política monetaria con la finalidad de lograr la convergencia de la inflación hacia niveles próximos a la meta, en un contexto de importantes inlfujos de capitales de corto plazo observados en enero de 2008, los que fueron controlados mediante incrementos en los requerimientos de encaje. En la segunda etapa de la crisis (desde setiembre 2008 a la fecha), la sensación de restricciones de liquidez originadas en la mayor incertidumbre por la profundización de la turbulencia financiera global fue atendida mediante inyecciones oportunas de liquidez a través de las operaciones monetarias y cambiarias y mediante reducciones de los requerimientos de encaje, que lideraron la activación integral de los procedimientos operativos del Banco Central. ■

GRÁFICO 9 ■ Tasas de Interés de referencia e interbancaria



Escila y Caribdis y las Opciones de Regímenes Cambiarios

RENZO ROSSINI *



* Gerente General del BCRP

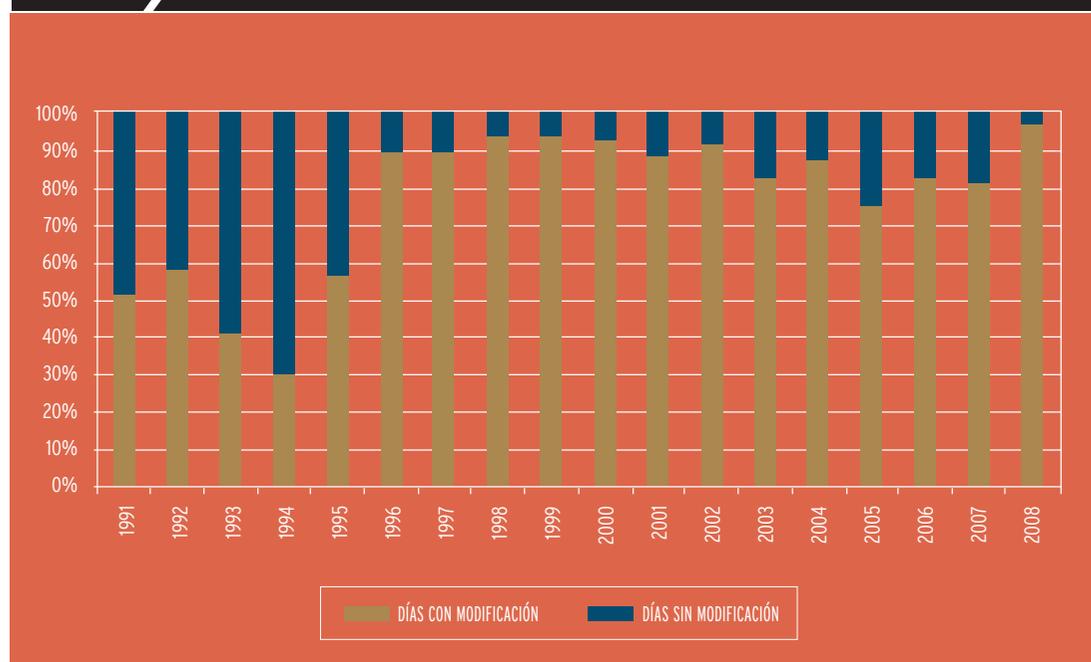
Frente a la afirmación de que la intervención cambiaria es propia de los regímenes de tipo de cambio, en este artículo se demuestra que en los esquema de flotación pura y de flotación administrada los bancos centrales participan en el mercado de cambio; pero sin hacer predecible la evolución del tipo de cambio.

La figura de Escila y Caribdis es útil para graficar el reciente debate sobre el régimen cambiario en el Perú, el cual, en un extremo, según hemos leído, unos caracterizan de tipo de cambio fijo, porque supuestamente se “pierde” reservas para mantener el tipo de cambio; y otros, en el extremo opuesto, que anuncian un giro hacia la flotación pura, cuando en realidad andamos en una opción intermedia.

En un régimen de tipo de cambio fijo, los bancos centrales están obligados a respetar un nivel

cambiario que está fijo o cuya evolución o margen de fluctuación son conocidos por todos. Para cumplir con este cometido, la autoridad monetaria debe comprar o vender divisas en el mercado cambiario, con lo cual sus reservas internacionales fluctúan para que el tipo de cambio siga un curso predecible. De acuerdo al FMI, 95 países han adoptado esquemas cercanos a esta definición. El problema con un tipo de cambio fijo, como nos han enseñado muchas experiencias, es que ante un deterioro de las cuentas externas, el

GRÁFICO 1 ■ Porcentaje de días útiles con modificaciones en el tipo de cambio



compromiso sobre el tipo de cambio sucumbe al ritmo en que se agotan las reservas internacionales. También los regímenes fijos magnifican las fluctuaciones de la actividad y el empleo por la falta de operatividad del tipo de cambio como una válvula de desfogue de las presiones externas, situación que se pronuncia aún más en sus versiones extremas de Dolarización Oficial y la Junta de Convertibilidad.

En el otro extremo tenemos a la flotación pura, llamada también flotación independiente, esquema que según el FMI es aplicado por 41 países, incluidos los 16 países que han adoptado al Euro. En este esquema, los Bancos Centrales no intervienen comprando o vendiendo divisas, salvo casos excepcionales, pero por esas intervenciones no es posible afirmar que existe un régimen puro. Por ejemplo, hay casos de intervención coordinada de países desarrollados para contener o atenuar movimientos cambiarios, como fue el del Plaza Accord de 1985 con el que se trató de reducir la fortaleza del dólar, o el Louvre Accord con el que se buscó hacer lo opuesto en 1987. También hay ejemplos de intervención cambiaria reciente en países clasificados dentro de este grupo como Australia, Nueva Zelanda, Chile y México.

Entre estos dos regímenes extremos, 51 países, incluyendo al Perú, han adoptado un esquema de flotación administrada en el cual la evolución o rango de variación del tipo de cambio no se encuentra predeterminado, y en su ejecución se evitan las fluctuaciones excesivas que puedan formar una burbuja cambiaria. La principal consideración para evitar fluctuaciones excesivas del tipo de cambio es preservar la estabilidad financiera en una economía con un alto endeudamiento en dólares. Un deterioro fuerte de los balances empresariales, provocado por una depreciación monetaria, puede terminar en una restricción crediticia y en una recesión.

El Perú tiene un régimen cambiario de flotación administrada desde 1990, el cual ha sido fortalecido por la acumulación de US\$ 16 mil millones de reservas internacionales desde agosto de 2006. Esta acumulación no involucró una expansión monetaria porque se esterilizó los soles con la colocación de certificados del Banco Central. Por ello, la intervención realizada para contener los efectos de la mayor crisis financiera internacional desde 1929, sumó US\$ 6 mil millones, monto no sólo menor a lo que se había comprado entre enero y agosto del mismo año (US\$ 8 700 millones), sino que permitió además bajar el saldo de la deuda de esterilización monetaria en ese mismo monto. Ello confirma que lejos de "gastar" reservas internacionales se sustituyó activos por menos deuda, lo cual es una operación financiera en la dirección correcta. ■

CUADRO 1 ■ Regímenes Cambiarios en el Mundo

1. REGÍMENES CON FORMAS DE TIPO DE CAMBIO FIJO (96)

a. Sin dinero propio (29)

Ecuador	El Salvador	Kiribati	Islas Marshall
Micronesia	Palau	Panamá	San Marino
Timor	Antigua	Dominica	Grenada
St. Kitts	St. Lucía	St. Vincent	Chad
Benin	Burkina	Gabon	Costa de Marfil
Guinea-Bissau	Mali	Niger	Senegal
Togo	Camerún	Rep.Centroafricana	Congo
Guinea Ecuatorial			

b. Juntas de Convertibilidad (7)

Bosnia	Brunei	Bulgaria	Hong Kong
Djibouti	Estonia	Lituania	

c. Tipo de cambio fijo convencional (52)

Aruba	Bahamas	Bahrain	Barbados
Belarusia	Belize	Bhutan	Bolivia
Cabo Verde	China	Comoros	Egipto
Eritrea	Etiopía	Guyana	Honduras
Irak	Jordan	Kuwait	Latvia
Lebanon	Lesotho	Macedonia	Maldivas
Vanuatu	Mauritania	Nambia	Nepal
Antillas	Oman	Pakistan	Qatar
Ruanda	Arabia Saudita	Seychelles	Sierra Leona
Islas Salomón	Suriname	Swazilandia	Siria
Trinidad y Tobago	Turkmenistán	Ucrania	Emiratos Arabes
Venezuela	Vietnam	Zimbabwwe	Fiji
Libia	Marruecos	Samoa	

d. Bandas Cambiarias (3)

Hungría	Dinamarca	Tonga
---------	-----------	-------

e. Minidevaluaciones (5)

Azerbaijan	Botswana	Costa Rica	Irán
Nicaragua			

2. FLOTACIÓN INDEPENDIENTE (40)

Albania	Malta	Indonesia	Uganda
Australia	Brasil	Canadá	Chile
Islandia	Israel	Corea	México
Nueva Zelanda	Noruega	Filipinas	Polonia
Sud África	Suecia	Turquía	Reino Unido
Tanzania	Japón	Somalia	Suiza
Estados Unidos	Austria	Bélgica	Finlandia
Francia	Alemania	Grecia	Irlanda
Italia	Luxemburgo	Holanda	Portugal
España	Chipre	Eslovaquia	Eslovenia

3. FLOTACIÓN ADMINISTRADA (51)

Argentina	Bangladesh	Cambodia	Gambia
Ghana	Haití	Jamaica	Laos
Madagascar	Malawi	Mauricio	Moldova
Mongolia	Sri Lanka	Sudán	Tajikistán
Tunisia	Uruguay	Yemen	Zambia
Colombia	Rep.Checa	Guatemala	Perú
Rumania	Serbia	Tailandia	Afganistán
Armenia	Georgia	Kyrgyz	Kenya
Argelia	Angola	Burundi	Croacia
Rep.Dominicana	Guinea	India	Kazakhstán
Liberia	Malasia	Myanmar	Nigeria
Papua	Paraguay	Rusia	Sao Tomé
Singapur	Uzbekistán	Mozambique	

El auge y caída del MODELO actual de los bancos

MARÍA TERESA GARAYAR*

El costo social de una crisis financiera, en términos de pérdida de bienestar, puede evitarse con un sistema financiero más regulado y cauto.

* Especialista senior en Programación y Seguimiento de Inversiones.

Walter Bagehot en su obra “Lombard Street” (1873), describió el modelo actual de bancos. En esencia, indica que los bancos, en tiempos normales, se endeudan a corto plazo y prestan a largo plazo. Al hacerlo, estas entidades financieras transforman activos de corto plazo en activos de largo plazo, creando con ello crédito y liquidez.

Desde fines del siglo pasado este esquema fue llevado al extremo. La primera señal de problema fue dada por el colapso del ‘hedge fund’ Long Term Capital Management (LTCM)¹ en 1998, que utilizaba modelos diseñados por premiados economistas para arbitrar entre mercados, con un elevado nivel de apalancamiento. Este fondo fue afectado por eventos no considerados en el modelo. En esa ocasión, la Reserva Federal concertó una operación de salvataje con las instituciones afectadas para minimizar las consecuencias negativas.

Sin embargo, el esquema imperante de transformación de plazos siguió profundizándose, como una manera de rentabilizar activos, a lo que probablemente influyó inicialmente la baja tasa de interés².

En los Estados Unidos, esto se produjo a través de la masiva titularización de las hipotecas³, así como de fondos de inversión de todo tipo que seguían este modelo con un ingrediente adicional, un alto nivel de apalancamiento. Este modelo se acentuó en los ‘hedge funds’ (los que no están mayormente regulados), donde invertían sólo personas con elevados ingresos; así como en instituciones bancarias establecidas en las que, en el extremo, los fondos figuraban fuera de balance y sin capital a través de entidades denominadas Special Investment Vehicles (SIV).

Las utilidades de las instituciones que acentuaron este modelo fueron considerables en los últimos años. El sector financiero fue el más rentable en el año 2006, especialmente el relacionado a la titularización de hipotecas. Mientras mayor el apalancamiento y la transformación de plazos a través de la titularización que pretendía distribuir el riesgo, mayor la utilidad.

Sin embargo, luego de las significativas alzas en las tasas de interés, surgieron dificultades en el pago de las hipotecas riesgosas; el precio de las casas ya no siguió subiendo y la calidad de los activos titularizados empeoró rápidamente.

Ante la generación de pérdidas, se deterioró el nivel de liquidez de las instituciones, lo que afectó

a muchos fondos que tuvieron que cerrar, pasando muchas veces las pérdidas a sus clientes, total o parcialmente. Con esta situación disminuyó la confianza en las entidades financieras, generando retiros de fondos, lo que a su vez aquejó nuevamente la liquidez de las empresas afectadas. La necesidad de fondos hizo que aumentara el costo del endeudamiento de corto plazo.

El aumento en los costos afectó a empresas no relacionadas con inversiones en el mercado hipotecario de riesgo de EE.UU., especialmente a las que otorgaban préstamos a largo plazo (hipotecarios) y se financiaban en el corto plazo, por lo que el Reino Unido tuvo que hacerse cargo, reuientemente, de Northern Rock⁴ en febrero 2008⁵.

Adicionalmente, el proceso de deterioro en la calidad de los créditos se tornó un círculo vicioso, ya que la caída en el precio de las casas ante la menor demanda afectó aún a las hipotecas de mayor calidad luego de que la deuda vigente fue superior en términos crecientes al precio del activo que lo respaldaba, las casas⁶.

Ante el proceso de desaceleración económica generado por la caída del sector inmobiliario, otros tipos de préstamos presentaron moras y/o incumplimiento en el pago, perjudicando nuevamente a las instituciones financieras con pérdidas por menor valor de sus activos y retiros de fondos; menores pasivos, afectando la liquidez de las empresas, con lo que aumentaban sus costos de financiamiento, recortando sus márgenes financieros y contables que, a su vez, generaba pérdidas que disminuían el nivel de capitalización de las empresas, afectando su solvencia y sus posibilidades de sobrevivencia económica.

Los bancos más afectados fueron los que mantuvieron una mayor dependencia en el financiamiento de corto plazo y con menor nivel de capitalización. Pero, eventualmente, todo el resto del sistema bancario necesitó refinanciar sus operaciones en un mercado altamente ilíquido, caro y desconfiado. Se llegó al extremo de que los bancos no querían realizar operaciones interbancarias al desconfiar de sus pares. Ningún banco estaba seguro de la magnitud de la pérdida de los otros, ni si los otros bancos serían capaces de refinanciarse, ni a qué costo. Adicionalmente, la incertidumbre se ampliaba, pues ni ellos mismos estaban seguros de ser capaces de refinanciarse en el

¹ Este *hedge fund* fue fundado en 1994 y presentó retornos de hasta 40 por ciento después de cargos en sus primeros años. Con un capital de US\$ 2,3 mil millones previo al colapso, se apalancó hasta US\$ 125 mil millones. En 1998, perdió US\$ 4,6 mil millones en menos de cuatro meses luego de la crisis financiera Rusa exacerbada por la crisis financiera asiática, y recibió fondos de rescate de 14 empresas financieras por US\$ 3,5 mil millones.

² Luego del estallido de la burbuja de acciones tecnológicas, la Reserva Federal bajó gradualmente la tasa de interés hasta llegar a 1 por ciento el 25 de junio del 2003, la que se elevó gradualmente desde el 30 de junio 2004 hasta llegar a 5,25 por ciento el 29 de junio del 2006.

³ Dejaremos de lado las consideraciones de la baja calidad del proceso de otorgamiento de estos créditos a personas con pobres historias crediticias y dudosa capacidad de pago.

⁴ Banco hipotecario del Reino Unido que inicialmente fue una mutual (Building Society). Presentó problemas desde setiembre 2007 y no se logró su venta, por lo que fue nacionalizado.

⁵ Cabe indicar que, a pesar de los cuantiosos retiros, no se produjo una corrida bancaria por el apoyo de los gobiernos. Si bien los bancos centrales trataron inicialmente de apoyar a los bancos, el estado de insolvencia de los bancos requirió que los gobiernos salieran a respaldar a sus sistemas bancarios.

⁶ El precio de las casas en EEUU ha caído en 18,0 por ciento en promedio respecto al año anterior según el índice S&P Case Schiller para 20 ciudades, esperándose caídas adicionales.



CITIGROUP. Ha sido una de las instituciones financieras más golpeadas por los mercados.

corto plazo. Por lo tanto, las instituciones financieras optaron por el acaparamiento de la liquidez que proporcionaban los bancos centrales de las principales economías y, como alternativa de colocación de fondos, se vieron favorecidos los 'Treasuries', en especial los de corto plazo, por lo que los de un mes registraron una tasa de rendimiento negativa en términos reales y casi cero en términos nominales. Asimismo, los depósitos en el Banco Central Europeo (BCE) llegaron a niveles récord⁷.

El nivel de apalancamiento disminuyó ante los retiros de parte de los clientes, el menor valor de los activos y la mayor necesidad de liquidez. Cada banco optó por disminuir sus nuevas colocaciones y mantener un alto nivel de efectivo. Ante la falta de confianza se impidió el proceso de transformación de los bancos y surgió la escasez de créditos y de liquidez.

ENTONCES, ¿HACIA DÓNDE VAMOS AHORA?

Para resolver el problema de liquidez que ha surgido actualmente, tendríamos que tener un sistema bancario calzado en los plazos. Esto es, un banco que presta para hipotecas de largo plazo debería financiarse emitiendo bonos de largo plazo; los que operan en el corto plazo, podrían emitir instrumentos financieros de mediano y corto plazo. El diferencial de tasas de interés, además de un adecuado nivel de rentabilidad, debería de cubrir la tasa de mala cartera esperada. Adicionalmente, para prevenir el deterioro de la garantía que respalda el crédito, sería aconsejable enfatizar el requisito de cuota inicial mínima para cubrir el caso en que el colateral pierda valor.

Por otro lado, sería recomendable que los bancos alcanzaran un alto grado de diversificación por sectores. Así, si un sector cae, pueden respaldarse en los otros sectores.

Sin embargo, ningún banco estaría completamente cubierto de la posibilidad de que un menor nivel de actividad económica afecte a todos sus prestatarios y/o de la posibilidad de que disminuya el nivel y la calidad de las garantías implícitas o explícitas.

En este contexto, los bancos deben mantener un nivel de capital adecuado para hacer frente a los ciclos económicos de diversa intensidad, sin operaciones fuera de balance, en tanto que un fondo de seguro de depósitos y/o de bonos garantice a los que financien a los bancos, típicamente fondos de pensiones en el largo plazo, mientras que en los otros plazos, pueden ser agentes económicos con distinto horizonte de inversión.

Si bien las utilidades obtenidas por el modelo vigente fueron considerables, las pérdidas producidas⁸ desde entonces han superado con creces las utilidades previas, generando adicionalmente una significativa contracción del nivel de actividad económica.

El establecimiento de las medidas propuestas no evita que los bancos enfrenten problemas en un entorno difícil. Lamentablemente, garantiza una elevación del costo del crédito para los usuarios y limita su acceso. Sin embargo, un entorno financiero más estable contribuiría a un mayor nivel de bienestar general respecto a la ocurrencia de una crisis alternativa. ■

⁷ Entre octubre y noviembre 2008 se rompieron récord sucesivos. El 4 de noviembre los depósitos en el BCE fueron de EUR 280 mil millones, para el 9 de enero de 2009 llegaron a EUR 315 mil millones según el boletín de enero del BCE. Con anterioridad, los bancos no depositaban en el BCE por que la tasa era onerosa respecto a lo pagado por el mercado. Así, a principios de octubre, la tasa de depósitos fue de 3,25 por ciento y la de préstamos 5,25 por ciento, la tasa de depósitos se ha reducido progresivamente hasta 1 por ciento a partir del 21 de enero, en tanto, la de préstamos ha bajado hasta 3 por ciento a partir del 10 de diciembre. Lo mismo sucedió en Inglaterra, en el Banco de Inglaterra no se registraron depósitos desde 2007 hasta el 22 de setiembre de 2008 debido a que pagaba 100pb menos que la tasa bancaria que en ese momento fue de 4 por ciento.

⁸ Roubini ha estimado recientemente un total de pérdidas de US\$ 3,6 millones de millones, que deja al sistema bancario mundial bastante descapitalizado, sino insolvente.

http://www.rgemonitor.com/roubini-monitor/255236/total_36t_projected_loans_and_securities_losses_18t_of_which_at_us_banksbrokers_the_specter_of_tecnical_insolvency

Solvencia y liquidez DE LAS entidades del Sistema financiero

FELIPE BARRERA*

Análisis del período noviembre 2007- noviembre 2008

El sistema financiero está conformado por entidades de diversos tipos, que canalizan los recursos del ahorro a la inversión. Para los efectos de este artículo, el autor analiza el desempeño de las siguientes entidades: los bancos (16); las financieras (3); las cajas municipales, CM (13); las cajas rurales de ahorro y crédito, CRAC (10); y las empresas de desarrollo a la pequeña y micro empresa, EDPYMES (13).

* Especialista del Departamento de Análisis del Sistema Financiero.

SOLVENCIA

Las entidades del sistema financiero vienen mostrando en los últimos años una posición financiera sólida, lo cual se refleja en sus indicadores de solvencia.

Todo ello en un contexto de mayor actividad económica, en el que la demanda interna habría crecido 12,3 por ciento en el 2008¹ por el gran dinamismo de la inversión y el consumo privado, favoreciendo el aumento de las colocaciones, principalmente hacia el segmento minorista (consumo, microempresa e hipotecario) y en moneda nacional, y creando las condiciones para que se incorporen nuevos sujetos de crédito al sistema financiero, aunque ello implica la toma de nuevos riesgos.

En el caso de las personas naturales, el crecimiento del empleo² propició la incorporación como sujetos de crédito de un amplio segmento de la población que estaba excluido de los servicios bancarios, aumentando así el número de los prestatarios de los créditos de consumo e hipotecarios (de 3 338 639 a 4 344 435 prestatarios) en el período analizado. Por su parte, las empresas no financieras aumentaron sustancialmente su generación de flujos de efectivo por el dinamismo de la actividad económica³; lo que propició mayores requerimientos de crédito para capital de trabajo, así como inversiones en activo fijo ante la eventual saturación de la capacidad instalada de algunas empresas⁴.

Otro factor relevante que contribuyó a mejorar la calidad de las colocaciones de las entidades del sistema financiero es el desarrollo de las centrales de riesgo, entidades que cumplen un rol fundamental al proporcionar información actualizada sobre el historial crediticio de los prestatarios de las entidades financieras, insumo

fundamental empleado en el proceso de asignación crediticia.

La reducción de la prima por riesgo país y la estabilidad monetaria desempeñaron un rol preponderante que facilitó la administración del riesgo de crédito de las entidades del sistema financiero, al contribuir con el abaratamiento del costo del crédito para los prestatarios y evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio que pudiesen repercutir negativamente en la morosidad. Cabe señalar que una excesiva depreciación de la moneda doméstica afectaría la capacidad de pago de aquellos deudores que generan sus ingresos en moneda nacional y que mantienen sus pasivos en dólares, encareciéndose las obligaciones en términos de la moneda doméstica.

En este contexto, durante el período analizado se observó una continua caída en la morosidad de los créditos del sistema financiero. Esta evolución favorable obedece en gran medida a la mayor capacidad de pago de los prestatarios, tanto personas naturales cuanto empresas no financieras. Sin embargo, se prevé que en los próximos meses se podría registrar un deterioro en los indicadores de morosidad como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica por efecto de la crisis financiera internacional.

La mayor cobertura de la cartera morosa con provisiones específicas y el incremento de la base patrimonial mediante la reinversión de utilidades fueron elementos importantes que contribuyeron a reducir la exposición patrimonial al riesgo de crédito de las entidades del sistema financiero. La reinversión de las utilidades les permitió aumentar su nivel de capitalización, para que

CUADRO 1 ■ Indicadores financieros (%)

Entidades del Sistema Financiero	Cartera atrasada 1 / colocaciones brutas		Provisiones 2 / cartera atrasada		Gastos operativos / margen financiero		Utilidad / Activo promedio (ROA)	
	Nov 07	Nov 08	Nov 07	Nov 08	Nov 07	Nov 08	Nov 07	Nov 08
Banca	1,4	1,3	259,6	248,1	48,4	46,5	2,5	2,5
Financieras	2,7	2,3	212,7	142,8	53,7	58,0	6,5	4,7
Cajas Municipales	4,1	4,1	147,6	144,8	49,9	51,5	4,3	4,1
Cajas Rurales	5,7	4,2	118,8	138,6	61,1	63,5	3,5	1,9
EDPYMES	4,1	4,2	122,2	128,5	64,3	59,2	4,0	4,9

1/ La cartera atrasada es el agregado de la cartera vencida y en cobranza judicial

2/ Corresponde a la suma de las provisiones genéricas y de las específicas

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

¹ Ver Reporte de Inflación de Setiembre de 2008.

² Ver cuadro N° 83 de la Nota Semanal del BCRP. El empleo urbano en las empresas de 10 o más trabajadores aumentó 7,2 por ciento entre octubre de 2007 y octubre de 2008. Los sectores que mostraron el mayor dinamismo fueron comercio y servicios.

³ Ver recuadro "Análisis de los indicadores financieros de las empresas corporativas" en Reporte de Estabilidad Financiera del BCRP (junio de 2008), páginas 67-69.

⁴ Ver cuadro N° 81 de la Nota Semanal del BCRP. El índice indirecto de capacidad instalada del sector manufacturero aumentó de 72,5 durante el año 2007 a 75,3 para el período enero-noviembre de 2008. Los sectores que registran la mayor saturación de la capacidad instalada son industria del hierro y del acero (87,6), y productos químicos (81,5).

CUADRO 2 ■ Ratio de liquidez (%)

Entidades del sistema financiero	Ratio de liquidez (%) (activos líquidos / pasivos de corto plazo)			
	Moneda nacional		Moneda extranjera	
	Nov-07	Nov-08	Nov-07	Nov-08
Banca	59,0	29,8	35,6	54,7
Financieras	13,5	7,8	n.d.	n.d.
Cajas municipales	26,9	20,0	41,1	39,7
Cajas Rurales	23,3	21,6	47,1	63,3

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

así puedan crecer de manera ordenada y disponer de mayores recursos que les permita absorber potenciales eventos inesperados que pudieran afectar al sistema financiero.

LIQUIDEZ

Las entidades del sistema financiero (con excepción de las financieras) registran elevados ratios de liquidez, tanto en moneda nacional cuanto en moneda extranjera, como se observa en el cuadro 2. Los activos líquidos⁵ de la banca en moneda nacional se mantuvieron principalmente en títulos emitidos por el gobierno y el Banco Central; mientras que, en moneda extranjera, en fondos de encaje.

En moneda nacional, la banca estaría en capacidad de cubrir con sus activos líquidos retiros hasta el 29,8 por ciento de sus pasivos de corto plazo. En moneda extranjera, por su parte, la banca estaría en capacidad de cubrir con sus activos líquidos retiros imprevistos hasta el 54,7 por ciento de sus obligaciones de corto plazo⁶ en dicha moneda.

Las entidades no bancarias mantienen sus activos líquidos en gran medida en fondos de encaje y depósitos en entidades financieras del país. En moneda nacional, las cajas municipales y rurales estarían en capacidad de cubrir con sus activos líquidos el 20,0 y el 21,6 por ciento de sus pasivos de corto plazo, respectivamente. En moneda extranjera, las cajas municipales y rurales podrían cubrir, con activos más líquidos, retiros imprevistos de hasta 39,7 y 63,3 por ciento de sus obligaciones de corto plazo, respectivamente.

Las principales fuentes de financiamiento del

activo de las entidades del sistema financiero son los depósitos (60,4 por ciento), los adeudados con el exterior de largo plazo (7,0 por ciento) y el patrimonio (9,1 por ciento), recursos que se caracterizan por su estabilidad. Esto contrasta con la estructura de financiamiento de las entidades del sistema financiero en la época de la Crisis Rusa (setiembre de 1998), cuando los bancos financiaron el 21 por ciento del activo con recursos volátiles provenientes de los adeudados al exterior de corto plazo⁷.

Las entidades del sistema financiero vienen registrando mejoras en el indicador de eficiencia operativa, en particular los bancos; a pesar del alto ritmo de expansión de los créditos otorgados al segmento minorista (31,8 por ciento), rubro que demanda mayores gastos operativos que las colocaciones al segmento corporativo. Por ello, la mejora en el indicador de eficiencia operativa de los bancos se explicaría en parte por una mejora tecnológica en sus procesos productivos.

Las mejoras en la eficiencia operativa de los bancos permitió compensar la caída del margen financiero (que se redujo, en gran medida, por el mayor costo de sus pasivos) y así lograron mantener el ROA de 2,5 por ciento registrado en noviembre de 2007.

En cuanto a las entidades no bancarias, se observa que las EDPYMES y las cajas rurales registran una eficiencia operativa baja, esto es, un alto nivel de gastos en relación a los ingresos (en ambos casos, el ratio de eficiencia operativa supera el 59 por ciento), situación que contrasta con la eficiencia registrada por las cajas municipales, entidades que, de manera análoga a las EDPYMES y a las cajas rurales, se especializan en los créditos a la microempresa (su ratio de eficiencia operativa asciende a 51,5 por ciento).

Finalmente, se considera que la gestión de riesgos mejorará con las modificaciones a la regulación y supervisión prudencial de las entidades financieras contenidas en la nueva Ley General del Sistema Financiero (D.L. 1028), al hacer que el capital regulatorio exigido a estas entidades refleje, de manera más adecuada, los riesgos que enfrentan tanto en el desarrollo de sus operaciones, como al priorizar la constitución de dicho capital con los recursos propios de los accionistas. Esto propiciará una mayor prudencia por parte de las entidades financieras en materia de toma y administración de riesgos⁸. ■

⁵ Los activos líquidos comprenden la caja y los depósitos en el Banco Central, títulos del Tesoro y del Banco Central, depósitos en entidades financieras del país y del exterior, fondos interbancarios netos, certificados de depósito y bancarios, y títulos representativos de deuda pública y del sistema financiero del exterior.

⁶ Los pasivos de corto plazo están conformados por las obligaciones a la vista, obligaciones con instituciones recaudadoras de tributos y obligaciones relacionadas con inversiones negociables y a vencimiento; fondos interbancarios netos acreedores; obligaciones por cuentas de ahorro, obligaciones por cuentas a plazo, cuando el vencimiento ocurra dentro de los próximos trescientos sesenta días, excluyendo los depósitos CTS; adeudos y obligaciones financieras a corto plazo, y valores, títulos y obligaciones en circulación cuyo vencimiento ocurra dentro de los próximos trescientos sesenta días.

⁷ A noviembre de 2008, los adeudados al exterior de corto plazo financian sólo el 3,3 por ciento del activo de las entidades financieras.

⁸ Cabe señalar que el 19 de noviembre se publicó el nuevo reglamento de provisiones (Resolución SBS N° 11356-2008), que contempla un aumento de las provisiones genéricas (actualmente en 1 por ciento), por la activación de una regla procíclica, para los créditos de consumo (2,0 por ciento), a la microempresa (1,5 por ciento), comerciales e hipotecarios (1,1 por ciento), siempre y cuando:

a) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses pase de un nivel menor a 5 por ciento a uno mayor o igual a éste.
 b) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses esté en un nivel superior a 5 por ciento y el promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 12 meses sea mayor en dos puntos porcentuales a este mismo indicador evaluado un año atrás.
 c) El promedio de la variación porcentual anualizada del PBI de los últimos 30 meses esté por encima de 5 por ciento y hubieran transcurrido 18 meses desde que la regla procíclica fue desactivada.

Lecciones de la crisis rusa para enfrentar la crisis Financiera Global¹

PAUL CASTILLO* Y JAVIER PEREDA**

Este artículo busca extraer lecciones de política a partir de la experiencia obtenida de la crisis rusa de 1998 que permitan enfrentar con éxito a la crisis actual.

Al igual que en 1998, el Perú enfrenta hoy un entorno internacional adverso, caracterizado por una caída abrupta en nuestros precios de exportación, menores flujos de capital para el financiamiento de proyectos de inversión, e incertidumbre en los mercados cambiarios y monetarios domésticos.

* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP, PhD London School of Economics.

** Especialista Senior de Política Monetaria del BCRP, MSc London School of Economics.

¹ Este artículo está basado en la ponencia "La política monetaria durante los primeros días de la crisis rusa" presentada en el XXVI Encuentro de Economistas del BCRP, ESAN, Noviembre de 2008. Las opiniones son de exclusiva responsabilidad de los autores.

INTRODUCCIÓN

La crisis rusa se inicia el 17 agosto de 1998 luego de que el gobierno de ese país anunciara la moratoria a los pagos de su deuda externa y la devaluación del Rublo en más de 50 por ciento. Esta decisión generó una fuerte contracción de las líneas de financiamiento a los países emergentes, incluido el Perú, por el temor de que otros países sigan esta misma estrategia. Como resultado, el crédito bancario colapsó generando un fuerte ajuste macroeconómico que se tradujo en una caída en la actividad económica, una depreciación del tipo de cambio real de cerca de 20 por ciento y un proceso de consolidación del sistema financiero que incluyó la quiebra de algunas instituciones financieras y la fusión o reestructuración de otras.

En el período anterior a la crisis el Perú había realizado avances significativos en materia monetaria, fiscal, y regulatoria que permitieron, por un lado que la inflación se redujera a niveles por debajo de 5 por ciento, y que el Banco Central (BCRP) acumulara un importante nivel de reservas internacionales (RIN), y por otro que el Tesoro Público generara una importante monto de ahorros en el sistema financiero.

Sin embargo, al momento de la crisis algunas debilidades estructurales persistían. Una de las mayores fue el alto nivel de dolarización financiera de la economía (superior al 80 por ciento) que afectaba principalmente a las empresas, familias e instituciones financieras generando una elevada exposición al riesgo cambiario. Otra fue el *boom* crediticio previo a la crisis, que generó también un rápido e importante crecimiento de pasivos de corto plazo de los bancos con el exterior que incrementaron la vulnerabilidad del sistema financiero a la salida de capitales y que durante la crisis, generó una fuerte aversión a prestar en los bancos², que de acuerdo a Berróspide y Dorich (2002)³, entre 1998 y 2002 se tradujo en un *credit crunch*, a pesar de la buena disponibilidad de liquidez de los bancos. (Ver gráfico 1).

No obstante, la magnitud de la crisis y las debilidades antes mencionadas, el impacto de la crisis rusa se pudo absorber con relativo éxito si se compara la experiencia peruana con la de otras economías de la región. En términos de crecimiento, el PBI del Perú se redujo menos que en Argentina, Chile y Colombia, y el impacto sobre el sector externo se tradujo también en un menor déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. Así, el PBI del Perú se redujo en promedio en 2,8 puntos porcentuales en el periodo 1991-1997 comparado con el periodo 1999-2002 (de 5,3 a 2,5 por ciento promedio), mientras que en Chile y Colombia esta reversión fue de 6,2 por ciento y 3,5 por ciento, respectivamente. (Ver cuadro 1).

Barco y Castillo (2008)⁴, señalan que este resultado es consecuencia tanto de las respuestas de política económica implementadas por el Perú, así como de las condiciones iniciales de la economía peruana. En particular del adecuado uso de las RIN y la sólida posición fiscal, que permitieron al Banco Central, garantizar la estabilidad de precios, reducir la volatilidad en el mercado cambiario y mantener niveles adecuados de liquidez del sistema financiero; y al fisco implementar una política contracíclica, que compensó parcialmente el impacto de la crisis en la demanda agregada.

MANEJO MONETARIO DEL BCRP EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS RUSA

En el caso particular de la política monetaria, el BCRP tuvo que enfrentar tres importantes retos durante los primeros días de la crisis rusa:

- Cambio de portafolio de los agentes hacia posiciones largas en moneda extranjera (dolarización de activos), que presionaron al alza al tipo de cambio y a una mayor demanda de liquidez en moneda nacional del sistema financiero.
- Un proceso de *flight to quality* (fuga en busca de seguridad) en el sistema financiero, que redujo la liquidez

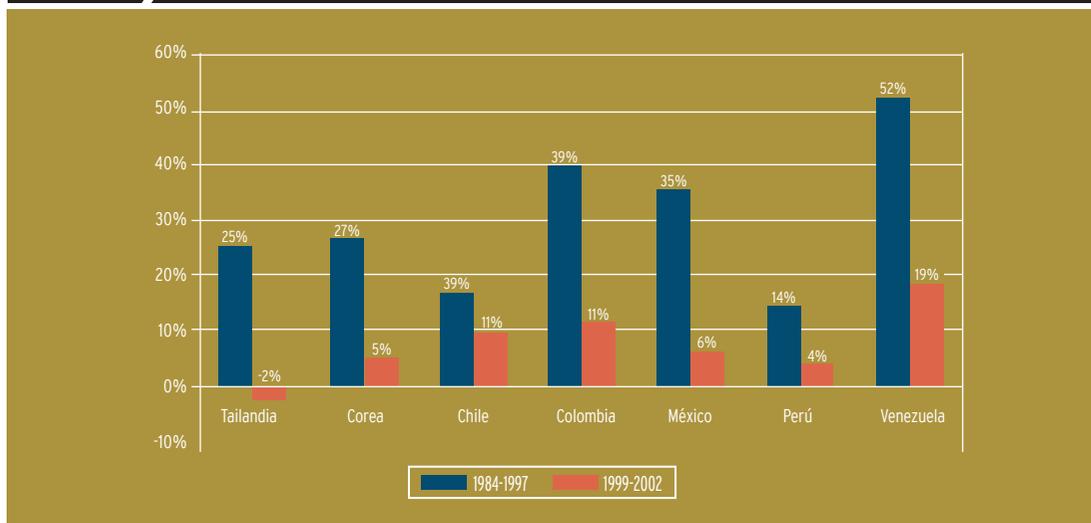
CUADRO 1 ■ Crecimiento, inversión y reversión en la cuenta corriente

Pais	PBI			Inversión			Cuenta Corriente			TCR
	(Cambio anual promedio %)			(Cambio anual promedio %)			(por ciento del PBI)			(Depreciación)
	1991-1997	1999-2002	Reversión	1991-1997	1999-2002	Reversión	II-1998	IV-2002	Reversión	Dic02/Jun98
Argentina	6,1	-4,9	-10,9	14,8	-17,9	-32,7	-4,7	8,9	13,6	185,3
Brasil	3,1	2,0	-1,1	4,3	0,1	-4,2	-3,9	-1,7	4,2	151,0
Chile	8,3	2,2	-6,2	13,7	-5,0	-18,8	-6,5	-1,3	5,2	47,5
Colombia	4,0	0,4	-3,5	9,3	-2,2	-11,5	-6,5	-1,8	4,7	61,2
Mexico	2,8	2,7	-0,1	6,9	1,6	-5,3	-3,0	-2,2	0,8	-13,9
Peru	5,3	2,5	-2,8	11,5	-6,5	-18,0	-7,0	-2,0	5,0	22,4
Venezuela	3,4	-2,2	-5,6	18,5	-4,8	-23,4	-2,5	9,2	11,7	20,3
Promedio	4,7	0,4	-4,3	11,3	-5,0	-16,3	-4,9	1,3	6,5	67,7

FUENTE: BANCOS CENTRALES DIVERSOS

² Orrego, Fabrizio (2009). "Una nota sobre el crecimiento del crédito al sector privado en el Perú", Documento de Trabajo N° 2009-002, BCRP, enero.
³ Berróspide, José y Dorich, José (2002), "Aspectos microeconómicos de la restricción crediticia en el Perú: 1997-2000" Revista de Estudios Económicos N° 8 BCRP, junio.
⁴ Castillo, Paul y Daniel Barco (2008) "Enfrentando salidas inesperadas de capital: Lecciones de política de la experiencia peruana de los años 90s". Documento de Trabajo N° 2008-002, BCRP, Enero.

GRÁFICO 1 ■ Evolución del crédito al sector privado
(Tasas de crecimiento promedio)



de algunas instituciones financieras pequeñas.

- Reducción del financiamiento de corto plazo con el exterior de las entidades financieras (adeudados del exterior), lo que generó presiones en la liquidez en moneda extranjera de los bancos.

Ante estos choques el BCRP dictó las siguientes acciones de política monetaria. (También ver Cuadro 2 y Gráfico 2 y 3)

Para enfrentar choques de liquidez en soles:

Agosto - Setiembre de 1998: el Banco Central no validó las expectativas depreciatorias en el mercado cambiario, para ello limitó la expansión de liquidez en soles y permitió un incremento importante de la tasa de interés interbancaria que alcanzó niveles superiores a 60 por ciento por unos días. La principal fuente de inyección de liquidez en setiembre fueron los *swap* de moneda

extranjera, debido a que el saldo de CDBCRP de la banca era mínimo lo que no permitía las operaciones repo. Luego, el BCRP intervino en el mercado cambiario *spot* a través de la venta de moneda extranjera por US\$ 82,6 millones del 8 al 11 setiembre de 1998.

Octubre - Diciembre 1998: el Banco Central en octubre restringió el acceso a la liquidez de los bancos. No se realizaron operaciones de Créditos de Regulación Monetaria (CRM), ni repo y sólo se inyectaron S/. 4 millones por operaciones *swap* de moneda extranjera. En diciembre se autorizaron las subastas de depósitos del Banco de la Nación (BN) como instrumento de regulación monetaria. Este instrumento permitió el acceso a la liquidez del BCRP a los bancos que no lograron acceder al CRM por haber alcanzado los límites de esta facilidad. Con estas medidas la tasa interbancaria en soles regresó

CUADRO 2 ■ Facilidades de inyección de liquidez del BCRP
(Saldo promedio diario, en millones)

	Instrumentos en dólares				Instrumentos en soles				
	CRM mill. US\$	Subasta BN mill. US\$	Compra BTP D.S. 114	Total mill. US\$	Swaps directos mill. S/.	Repo mill. S/.	CRM mill. S/.	Subasta BN mill. S/.	Total mill. S/.
Set-98	133			133	34	0	12		46
Oct-98	121			121	4	0	0		4
Nov-98	43			43	19	17	2		38
Dic-98	14	42	19	76	40	22	12	18	92
Ene-99	20	29	58	107	5	23	11	0	38
Feb-99	0	19	48	67	24	79	21	9	133
Mar-99	1	25	29	55	43	2	0	3	48
Abr-99	0	28	56	84	1	8	4	2	15
May-99	0	52	83	135	0	15	2	0	18
Jun-99	0	92	112	205	2	60	1	0	62
Jul-99	0	73	113	186	0	0	0	0	0
Ago-99	0	72	114	187	0	14	0	0	14
Set-99	0	27	113	140	3	5	0	0	8
Oct-99	0	22	107	130	19	0	0	0	19
Nov-99	0	20	103	123	3	26	0	0	30
Dic-99	9	43	88	140	1	25	0	0	27

GRÁFICO 2 Inyección de liquidez en ME a las empresas bancarias (Saldo promedio diario)

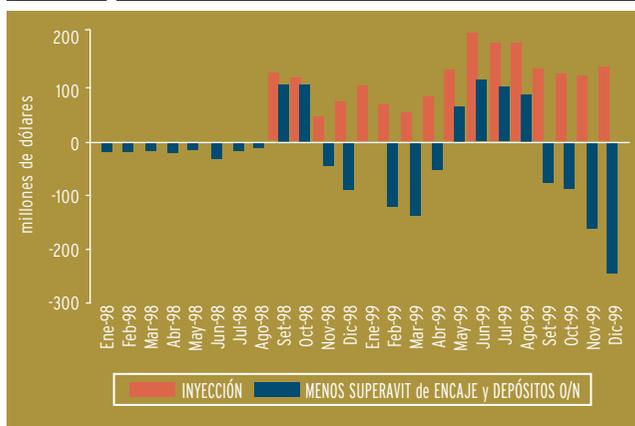
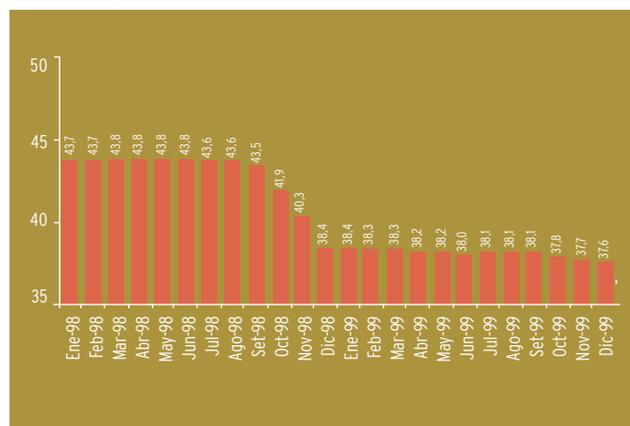


GRÁFICO 3 Encaje medio de ME de las empresas bancarias (Porcentaje)



hacia fines de 1998 a los niveles pre-crisis rusa, por debajo de 20 por ciento.

Frente a otros choques de liquidez en dólares:

Setiembre 1998: se abrió la ventanilla de descuento en dólares para satisfacer la demanda por liquidez en moneda extranjera generada por la salida de capitales de corto plazo. Hasta antes de esta fecha, el BCRP no disponía de instrumentos de inyección en dólares, con la excepción de la venta de moneda extranjera o reducción de la tasa de encaje.

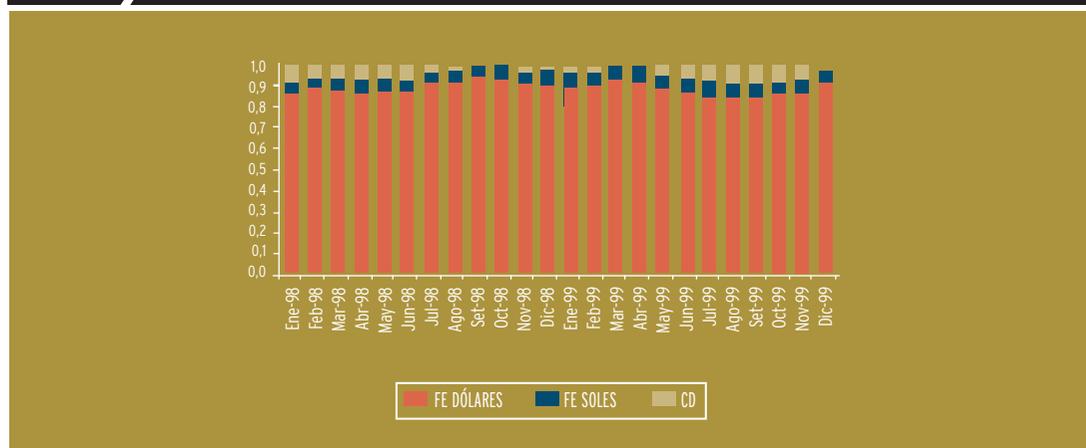
Octubre 1998 - Diciembre 1998: se redujo la tasa de encaje medio en moneda extranjera en 4,5 puntos porcentuales (en reducciones de 1,5 puntos mensuales), pasando de 43,5 por ciento en setiembre a 38,3 por ciento en diciembre. (Ver Gráfico 3)

Con esta medida se liberaron recursos por US\$ 420 millones. Los elevados niveles de fondos de encaje en moneda extranjera de las empresas bancarias con relación a sus fondos de encaje en moneda doméstica y sus

tenencias de Certificados del Banco Central, convertían a la medida de reducción del encaje como la más viable para inyectar recursos significativos al sistema. (Ver Gráfico 4). Al igual que en soles, en diciembre de 1998 se crea la subasta de depósitos en dólares del BN a la que pueden acceder los bancos como instrumento de regulación monetaria y el BCRP realiza compras temporales directas con compromiso de recompra (repos en dólares) de los bonos del Tesoro D.S. 114-98 emitidos por el gobierno a cambio de la cartera de colocaciones de los bancos con problemas de liquidez.

Estas acciones de política monetaria permitieron restaurar los niveles de liquidez del sistema tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, revertir el incremento inicial de la tasa de interés interbancaria, y aminorar el impacto de la salida de capitales en la evolución del crédito bancario. Dos factores fueron fundamentales en la capacidad del Banco Central para implementar sus respuestas de política a) la existencia de un alto nivel de liquidez de reservas internacionales, y b)

GRÁFICO 4 Fondos de encaje y CDBCRP de las empresas bancarias (Participación de los fondos de encaje y activos líquidos en el total: 1 = 100 por ciento)



la disponibilidad de colaterales líquidos por parte de los bancos. (Ver Gráficos 5 y 6).

Las reservas internacionales le permitieron al Banco Central inyectar liquidez en moneda extranjera a través de varios mecanismos: i) ventas directas de moneda extranjera; ii) reducciones en la tasa de encaje medio; iii) redescuentos en moneda extranjera; iv) compra temporal de bonos del Tesoro D.S. 114-98.

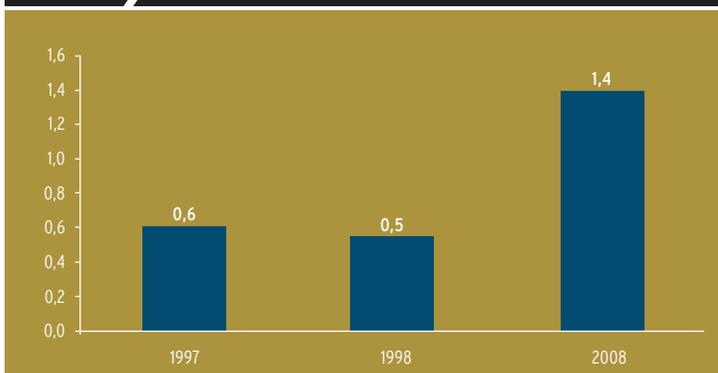
Sin reservas internacionales el Banco Central no hubiese podido contrarrestar el impacto negativo de la salida abrupta de capitales del sistema financiero en la liquidez del sistema financiero, lo que hubiera contribuido a amplificar el impacto de la crisis, haciendo más probable corridas bancarias y un mayor número de quiebras de entidades financieras.

Otro factor crítico en la implementación de la política monetaria del BCRP fue la disponibilidad de colaterales líquidos en poder de los bancos necesarios para que el Banco Central pueda inyectar liquidez en soles. La falta de colaterales líquidos por algunos bancos, agudizó la desigual distribución de liquidez en el mercado interbancario en soles que se tradujo en un incremento de la brecha entre la tasa interbancaria máxima y la tasa

mínima que alcanzó su máximo en octubre de 1998. Otro factor, que limitó la efectividad de las medidas de política monetaria fue la alta aversión al riesgo para prestar que se generó en los bancos, como consecuencia de la rápida reversión del proceso de boom crediticio generado durante el periodo pre-crisis. Estos factores, limitaron el efecto amortiguador de las operaciones de inyección de liquidez del BCRP en la evolución del crédito bancario.

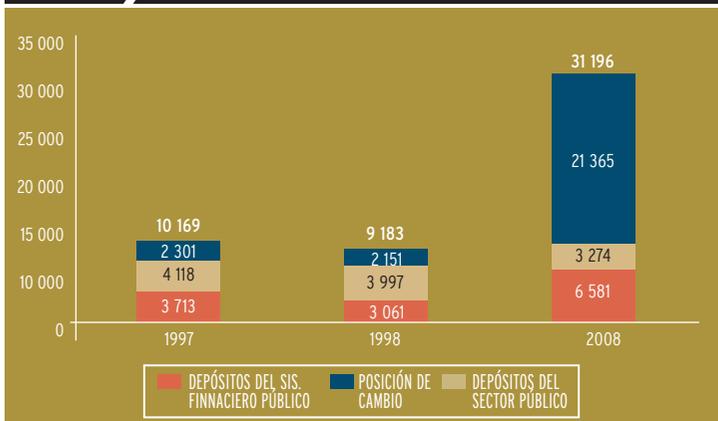
La disponibilidad de reservas internacionales, se complementó con una sólida posición fiscal, que permitió al gobierno implementar una política contracíclica entre 1998 y 1999 expandiendo el gasto público en términos reales y el déficit fiscal, lo que ayudó a reducir el impacto de la crisis. Asimismo, a diferencia de otros periodos en el Perú, en los que el fisco se convertía en el mecanismo amplificador de la crisis porque era un deudor neto del sistema financiero, en 1998 el fisco era un acreedor neto del sistema financiero debido a que mantenía un elevado volumen de depósitos. Los recursos del fisco ayudaron a movilizar recursos al sistema financiero a través de depósitos directos o mediante créditos de regulación monetaria a través del Banco Central contribuyendo de esta manera a estabilizar las necesidades de liquidez de los bancos.

GRÁFICO 5 Reservas Internacionales Netas
Ratio RIN / (OECP + LME)



OECP: OBLIGACIONES EXTERNAS DE CORTO PLAZO LME: LIQUIDEZ EN MONEDA EXTRANJERA

GRÁFICO 6 Reservas Internacionales Netas
(Millones de US\$)



LA ECONOMÍA PERUANA FRENTE A LA CRISIS ACTUAL

A la luz de esta experiencia vale preguntarse cómo se encuentra la crisis financiera internacional del 2008:

- ¿Son ahora nuestras fortalezas mayores?
- ¿Se han reducido aquellas debilidades que dificultaron la respuesta de política en 1998?

Los indicadores que se presentan a continuación muestran que la economía peruana se encuentra en una mejor posición para afrontar la crisis financiera actual que la que exhibía en 1998. (Ver Cuadro 3). Ello debido a que en los últimos años sus fundamentos macroeconómicos han mejorado sustancialmente, luego de un período largo de crecimiento sostenido y de mejoras en el marco institucional en el que opera la política monetaria y fiscal, y de la menor dependencia estructural de la economía a la variación en los términos de intercambio.

Así, los niveles actuales de reservas internacionales netas medidos como porcentaje de los pasivos externos de corto plazo más la liquidez en dólares son muy superiores a los de 1998 (1,4 por ciento en el 2008 versus 0,6 por ciento en 1998), al igual que los niveles actuales de posición de cambio del BCRP. De otro lado, el BCRP cuenta en la actualidad con nuevos instrumentos denominados en dólares como repo en moneda extranjera, compra de valores denominados en soles redimibles en moneda extranjera, y los Certificados de Depósito Reajustables al dólar (CDR) que permiten afrontar presiones sobre el tipo de cambio sin tener que vender moneda extranjera.

Asimismo, los niveles de liquidez de los bancos se han incrementado en los últimos años. Las tenencias de activos líquidos bajo la forma de títulos de

gobierno de riesgo cero, como los CDBCRP y los BTPs han aumentado de 1 por ciento del Total de Obligaciones sujetas a Encaje (TOSE) en 1998 al 20 por ciento en el 2008. Estos niveles de activos líquidos hace difícil que se repita la situación de setiembre de 1998 en que la capacidad del Banco Central de inyectar liquidez en soles al sistema fue limitada por la ausencia de valores elegibles para repos de parte de los bancos. A ello se suman los altos niveles de encaje en moneda extranjera que disponen los bancos en la actualidad (el encaje promedio a fines de 2008 fue 33,8 por ciento).

Desde el punto de vista de la posición fiscal, el resultado económico del sector público no financiero es considerablemente mayor en la actualidad que en 1998, 2,2 por ciento versus -0,8 por ciento; y la deuda pública es substancialmente menor, 24 por ciento del PBI en 2008 versus 44 por ciento en 1998. Estos indicadores muestran que el fisco en la actualidad tiene mayor disponibilidad de recursos para implementar políticas fiscales contra-cíclicas, y por tanto para absorber choques externos negativos más grandes y más persistentes.

A nivel microeconómico, los agentes son cada vez menos vulnerables a variaciones del tipo de cambio (por efecto hoja de balance). Ello se debe a la disminución sostenida de los niveles de dolarización financiera y de la liquidez de la economía en los últimos años, facilitada por una mayor confianza en la moneda doméstica. En el sistema financiero, el nivel de dolarización crediticia se ha reducido de niveles cercanos al 80 por ciento hasta el 52 por ciento, en la última década. Los menores niveles de dolarización permiten que la economía en el 2008 esté en mejor capacidad para absorber mayores fluctuaciones del tipo de cambio.

De otro lado, la crisis financiera actual encuentra al sistema financiero peruano con niveles de solvencia y rentabilidad muy superiores a los que tenía el sistema en 1997, antes del inicio de la crisis rusa. El ratio de morosidad bancaria es una de los más bajos de la región y representa casi la quinta parte que en 1997 (5,1 por ciento en 1997 contra 1,3 por ciento en

2008). La rentabilidad patrimonial de los bancos en el 2008 ha sido mayor al 30 por ciento, muy por encima del 15 por ciento en 1997 y del 9 por ciento en 1998. La capacidad de generación de recursos de los bancos ha ayudado al fortalecimiento patrimonial y de provisiones, respondiendo a una regulación cada vez más estricta basada en la medición de riesgos dentro de las recomendaciones de Basilea.

LECCIONES DE POLÍTICA

Las condiciones iniciales importan.

A pesar de las debilidades estructurales que todavía persistían en la economía peruana a fines del 1997 y de la magnitud de la restricción de liquidez que generó la crisis rusa, la economía Peruana respondió comparativamente bien. La experiencia de fines de los noventas nos enseña que en ese resultado fue fundamental la acumulación preventiva de reservas internacionales previa a la crisis. Muchas de las políticas que se aplicaron, tanto por el BCRP como por el Ministerio de Economía, no hubieran podido implementarse de no contarse con suficiente liquidez internacional.

El uso de las RIN no solo permitió al Banco Central inyectar liquidez internacional y actuar como prestamista de última instancia en moneda extranjera, lo que fue fundamental para garantizar la confianza en el sistema financiero local, sino que también le permitió actuar efectivamente reduciendo la volatilidad del tipo de cambio, que en un contexto de alta dolarización financiera fue crucial para evitar el colapso de parte importante del sector real. Asimismo, el uso de las RIN contribuyó a compensar la salida de capitales que generó la crisis, amortiguando su efecto sobre el gasto agregado.

Sin embargo, algunos factores, debilitaron la efectividad de las políticas económicas que se implementaron. El más importante quizás fue la paralización de la oferta de créditos generada por el rápido deterioro de la cartera de los bancos asociada a la reversión del proceso de boom crediticio de la etapa anterior a la crisis. Igualmente, el alto volumen de pasivos de corto plazo de los bancos con el exterior que magnificó el impacto de la salida de capitales en la disponibilidad de liquidez de los Bancos. En ese sentido, una adecuada regulación prudencial del sistema financiero durante los periodos de boom previos a la crisis es vital para garantizar que el sistema financiero pueda resistir adecuadamente el impacto de las crisis.

La coordinación de políticas es fundamental para el éxito de las políticas contra cíclicas.

La coordinación de políticas entre las autoridades para el manejo y resolución de la crisis fueron fundamentales. Durante la crisis rusa, la política fiscal contra-cíclica que se aplicó permitió que el Banco Central se concentrara en proveer apoyo de liquidez al sistema financiero y reducir la volatilidad del tipo de cambio. Asimismo, que la SBS adecuara la regulación bancaria para facilitar la consolidación del sistema financiero.

CUADRO 3 ■ Indicadores Macroeconómicos selectos

		1997	1998	2008
Pasivos del exterior de corto plazo / Crédito en Moneda extranjera	%	28	25	10
Provisiones / cartera atrasada	%	91	92	259
Dolarización financiera del crédito	%	77	79	52
Resultado Económico del Gobierno General / PBI	%	-0,5	-0,8	2,2
Reservas Internacionales Neta / (Liquidez en moneda extranjera + Pasivos del exterior de corto plazo)		0,6	0,5	1,4
Deuda Pública / PBI	%	37,9	44,1	24,0

Entendiendo LA LIBOR como *BENCHMARK*

PAUL ZANABRIA *

La crisis crediticia generó grandes pérdidas en los mercados de dinero y preocupaciones acerca de sus efectos sobre las hojas de balance de los principales bancos. Estas preocupaciones incrementaron significativamente la volatilidad de la tasa Libor con implicancias directas en los activos financieros cuyo retorno depende directamente de dicha tasa. Con la reducción de pasivos de los balances del sector financiero, que continuará por un tiempo más, y con las presiones sobre los activos de los bancos, se discute actualmente si podría haber un benchmark alternativo a la Libor. La Overnight Index Swap (OIS) emerge como una buena alternativa para los agentes en el mercado.

* Especialista en renta fija y oro del Departamento de Gestión de Portafolios de Inversión del BCRP. MS en Finanzas. Docente universitario.

LA LIBOR, UNA MEDIDA CENTRAL

En 1984, la Asociación de Bancos Británicos (BBA) empezó a producir una encuesta de las tasas de préstamos interbancarios en Londres. El resultado fue conocido como la tasa Libor (London Interbank Offer Rate), la cual ha venido siendo usada en forma creciente como un *benchmark* de tasas de interés globales. Actualmente es una medida central en el mercado crediticio, Money Market y en el de derivados de tasas de interés.

A pesar del rol crucial de la tasa LIBOR en los mercados financieros internacionales, varios aspectos de éste han sido mal entendidos. Esto, junto a los altos niveles de *stress* en el sistema bancario internacional, han originado una crisis de credibilidad sobre la tasa Libor, llevando a muchos agentes del mercado a criticar la validez y confiabilidad de dicha tasa como *benchmark* para el mercado financiero internacional.

Las mayores críticas provienen de aquellos quienes creen que la tasa Libor se encuentra muy por debajo, en términos relativos, de la verdadera tasa de préstamo interbancario debido al sesgo sistemático proveniente de los bancos que contribuyen con la encuesta, quienes tienden a reducir sus actuales costos de préstamos. Asimismo, sugieren que la tasa Libor sea reformulada para que refleje mejor el estado de los mercados.

Uno de los principales argumentos en contra la Libor como *benchmark* es que dicha tasa es producto de una encuesta y no de valores de mercado observados, siendo la encuesta tomada sobre tasas interbancarias con vencimiento menor a un año, a pesar de que la mayor parte del volumen negociado en este mercado se encuentra en un mes y a *over-*

night (un día). Por otra parte, la tasa Libor a más largo vencimiento se encuentra más relacionada con las expectativas de tasas de interés que con la tasa de préstamo interbancario. Todas estas críticas si bien no son nuevas fueron resaltadas ante la actual crisis financiera internacional.

Este artículo clarifica algunas de las confusiones alrededor de la construcción de la tasa Libor.

ENTENDIENDO LA LIBOR

La Libor es la tasa interbancaria de los 16 principales bancos de Londres y a diferencia de otras tasas de referencia, no es un activo negociable. La BBA intenta replicar las tasas a las cuales los bancos prestan a sus similares mediante una encuesta bancaria y publicando los resultados diariamente. La encuesta se realiza sobre 10 monedas y es aplicada a un panel específico de bancos activos en todas las monedas sobre un plazo de *overnight* hasta un año. Específicamente, la BBA pide las tasas a cada contribuyente para cada vencimiento, a las cuales ellos están dispuestos a prestar fondos. Cabe mencionar que las tasas ofertadas por los contribuyentes son *non-binding*, es decir que los bancos contribuyentes no están en la obligación de probar que ellos efectivamente pueden prestar a dicha tasa. (Ver tabla 1)

En el caso de la USD Libor (en dólares) el panel de entidades que participan en la encuesta consiste de 16 bancos provenientes de siete naciones. Para cada vencimiento, la BBA excluye el cuartil más alto y más bajo, y utiliza un promedio simple de los bancos restantes para calcular la tasa. La BBA usa un proceso similar y paralelo con otras monedas, aunque en algunos casos se usa un panel más pequeño.

Históricamente, la dispersión de las tasas que

BANCA. La tasa Libor es un referente para muchas operaciones de las entidades bancarias.



los bancos participantes aportan a la encuesta ha reflejado las condiciones crediticias que enfrentan. Por ejemplo, usando data proveniente del panel de USD Libor, la diferencia promedio entre la tasa a tres meses más alta y la más baja, de los bancos participantes, fue de alrededor 1,5 puntos básicos entre enero y abril de 2007, menor a los 5,9 puntos de igual período de 2008.

LA VOLATILIDAD DE LA LIBOR

La volatilidad de la Libor ha tenido importantes consecuencias para muchos derivados de tasas y contratos financieros que dependen de ella. La importancia de la tasa Libor radica en que la valuación de la mayoría de derivados de tasas de interés está aún sujeta a la Libor a tres y seis meses y, en el mercado de préstamos, la deuda corporativa mantiene una fuerte correlación con la tasa a tres meses. Por lo tanto, la Libor continúa siendo el mas importante *benchmark* para los fondos de renta fija y fondos de pensiones.

Por otra parte, el incremento de la dispersión de tasas también refleja el mayor costo crediticio en el mercado bancario. La magnitud de estos costos puede ser medida como la diferencia entre la Libor y otras tasas referenciales usadas por bancos centrales, siendo la más común la Overnight Index Swap (OIS). La OIS es un *swap* de tasas de interés de corto plazo, donde una parte paga una tasa *overnight*, capitalizada sobre el tiempo que dura el *swap*, mientras que la otra parte paga una tasa fija. La diferencia entre la Libor y la OIS del mismo vencimiento es a menudo vista como una medida de riesgo de corto plazo.

Entre 2002 y mediados de 2007, el *spread* entre la Libor a tres meses y la OIS del mismo vencimiento fue alrededor de 5 a 10 puntos básicos en los Estados Unidos, la Eurozona e Inglaterra, con una desviación estándar de alrededor de 3 puntos básicos en cada uno de estos casos. Mientras que desde principios de 2008 el *spread* entre la Libor y la OIS se amplió dramáticamente e incrementó su volatilidad¹.

La persistente y más amplia diferencia entre la Libor y la OIS ha llevado a concluir que la Libor es muy alta en relación a otras medidas de liquidez bancaria, como la Fed funds. En realidad, la brecha entre la Libor y la OIS se mantiene alta debido a las preocupaciones por parte de los inversionistas en el sistema bancario global. Hasta el 15 de mayo de 2008, los 16 bancos encuestados en el panel de USD Libor reconocieron más de la mitad del total de pérdidas crediticias (US\$ 324 billones) reportados por los bancos a nivel mundial². La incertidumbre con respecto a las restricciones sobre los balances de los bancos estaría alimentando la brecha entre Libor y OIS. (Ver Gráfico 1).

Debido a la importante función de los bancos en los mercados financieros, es que la tasa de interés interbancaria siempre seguirá siendo un *benchmark* importante, por lo tanto es lógico que los principales derivados de tasas de interés dependan de la tasa Libor. Sin embargo, esta relación de dependencia no implica que la Libor sea el mejor referente para todo tipo de contrato financiero, debido a que muchas transacciones financieras no dependen del sistema bancario. Por ejemplo, los fondos de pensiones usan los *swap* de tasas de interés para darle cobertura a sus pasivos en lugar del costo de pagar la tasa Libor a corto plazo. El incremento del *spread* entre la Libor y la OIS resulta, por tanto, un incremento en el egreso de efectivo y podría también distorsionar las decisiones de los fondos de pensiones, aún cuando ellos no tienen exposición directa al sistema bancario.

Dadas las discrepancias hasta ahora mencionadas surgió entre los agentes del mercado la necesidad de proponer un nuevo *benchmark*, siendo una posibilidad muy discutida la tasa de depósitos de Eurodólares. Dada la definición del mercado de depósitos de Eurodólares, esperaríamos que la diferencia entre dicha tasa y la tasa Libor sea constante y mantenga un comportamiento similar incluso en épocas de crisis crediticia.

A diferencia de la Libor calculada por el BBA, la medida de la tasa de USD Eurodólar es basada en rendimientos observados dentro del mercado de depósitos de Eurodólares.

Como se aprecia en el gráfico 2, el *spread* entre la tasa Libor y la tasa de Eurodólares se amplía en época de crisis. Mientras algunos agentes de mercado ven

CUADRO 1 ■ USD Libor Panel
Los 16 bancos que contribuyen a USD BBA Libor

Banks	Credit Profile		
	Moody's	S&P	Fitch
Bank of America	Aa2	AA	AA
Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ	Aa2	AA	NR
Barclays Bank plc	Aa2	AA-	AA
Citibank NA	Aa3	AA-	AA-
Credit Suisse	Aa2	A+	AA-
Deutsche Bank AG	Aa1	AA	AA-
HBOS	Aa2	AA-	AA+
HSBC	Aa2	AA-	AA
JP Morgan Chase	Aa2	AA-	AA-
Lloyds TSB Bank plc	Aaa	AA	AA+
Rabobank	Aaa	AAA	AA+
Royal Bank of Canada	Aaa	AA-	AA
The Norinchukin Bank	Aa2	A+	NR
The Royal Bank of Scotland Group	Aa1	AA-	AA
ABS AG	Aa1	AA-	AA-
West LB AG	A2	A-	A-

FUENTE: JP MORGAN

¹ Global Viewpoint. June 19, 2008 Economic Research from the Goldman Sachs Institutional Portal.

² Dato extraído de "US Fixed Income Strategy", JPMorgan, Chicago/New York. 16 May, 2008.

dicha ampliación como un indicador de que esta tasa está siendo direccionada hacia abajo por algunos miembros del panel, podrían existir algunas otras explicaciones para estas discrepancias:

- La composición del *benchmark*. Los contribuyentes al panel de la USD Libor son un número definido y limitado de bancos, los más capitalizados y conocidos del mundo, mientras que cualquier banco en el mundo puede fondearse en el mercado de depósitos de Eurodólares. En un mercado donde el riesgo crediticio es muy alto, es muy probable que dichos bancos tengan ventajas en los costos crediticios.

- Los pesos del *benchmark*. Después de retirar el cuartil más alto y más bajo de la muestra, el BBA toma un promedio simple de las tasas restantes. Si los participantes son bancos que poseen mejor tasa que el promedio, entonces es muy probable que las instituciones cuyas tasas se encuentra muy por encima del promedio (outliers) representen entidades con alto costo de fondeo, y por lo tanto tiendan a incrementar la diferencia entre la tasa de Eurodólares y la tasa Libor con el mismo vencimiento.

A inicios de junio de 2008, el BBA anunció una serie de medidas diseñadas para ‘fortalecer’ el *benchmark*. Sin embargo, a pesar de que la forma como se construye la tasa Libor es importante, es complicado pensar que su comportamiento con respecto a las otras tasas de referencia (como la OIS o la tasa de Eurodólar), tenga que ver con dicha construcción. El problema real es el estado de las hojas de balance de los bancos y su habilidad para fondear grandes conjuntos de activos ilíquidos en esta época de crisis.

Reflejando el rol central en el sistema financiero como intermediario, los bancos comerciales son también una pieza clave para la transmisión de la política monetaria. Cuando la mayoría de los bancos centrales fijan la tasa de interés de referencia, lo que ellos están haciendo es variar la oferta de sus fondos hacia el resto del sistema financiero, asegurándose que la tasa interbancaria *overnight* (a un día) se mantenga tan cerca como sea posible a la tasa de política monetaria.

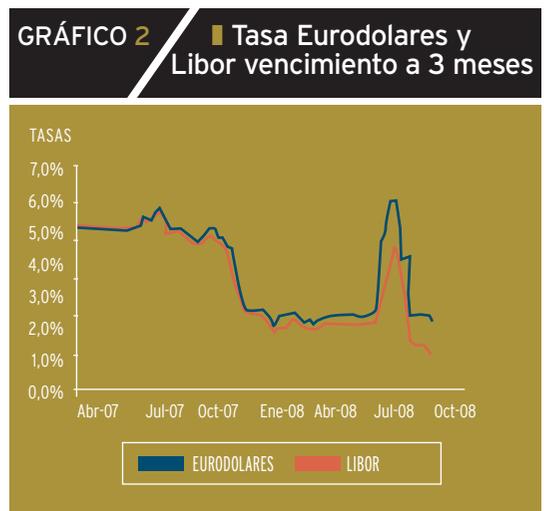
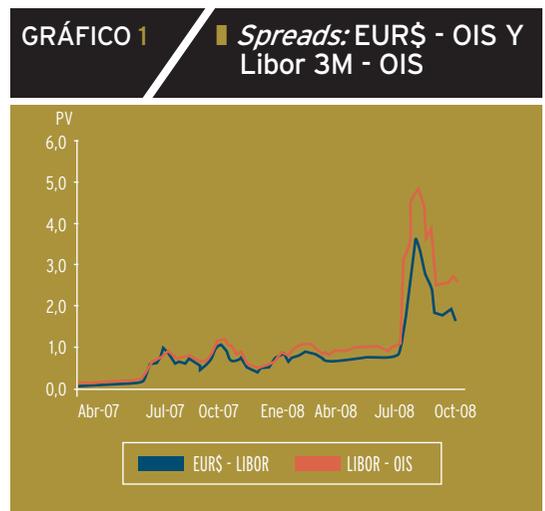
CONCLUSIÓN

De lo anterior se desprende que la volatilidad de la Libor podría comprometer la forma cómo la política monetaria trabaja, o por lo menos haría más difícil su seguimiento. Si la tasa interbancaria presenta mucha volatilidad, no se podría confiar en los modelos de ‘forma reducida’ para tratar de representar cómo actúa la política monetaria, especialmente si esos modelos han sido estimados sobre periodos en los cuales la Libor ha seguido muy de cerca la tasa de interés de referencia.

A pesar de que la aversión al riesgo ha disminuido en la economía después de la creación de los diferentes programas de liquidez por parte de la FED, los *spreads* de la Libor sobre otras tasas de referencia se mantienen elevados. Este hecho no es simplemente el resultado del mecanismo que fija la tasa, sino que refleja mayormente las preocupaciones acerca de las hojas de balance de los bancos y su habilidad para fondear grandes conjuntos de activos financieros.

Con los activos hipotecarios tomando una gran proporción de los activos de los bancos, los depósitos de corto plazo representando una pequeña parte de su fondeo y los precios inmobiliarios disminuyendo rápidamente, estas preocupaciones se mantendrán por un tiempo más. Por ello, sería ilógico pretender que las tasas de los mercados de dinero se recuperen hasta niveles anteriores a la crisis. Este hecho está generando problemas para un amplio rango de contratos de derivados cuyo rendimiento depende explícitamente del comportamiento de la Libor.

Debido a su función como transmisores de la política monetaria, los bancos comerciales juegan un rol que no podrá ser duplicado por los activos financieros en el mercado. Por lo tanto, para préstamos de corto plazo, la tasa Libor podría seguir siendo el *benchmark* adecuado. Sin embargo, para otros contratos de derivados, particularmente para aquellos cuya contraparte se encuentra fuera del sistema bancario, podría ser más apropiado usar la OIS.





Indicadores económicos

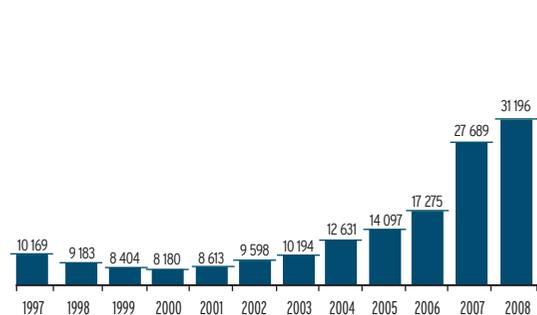
Inflación e Inflación subyacente

(Variación porcentual últimos 12 meses)



Acumulación de reservas internacionales netas

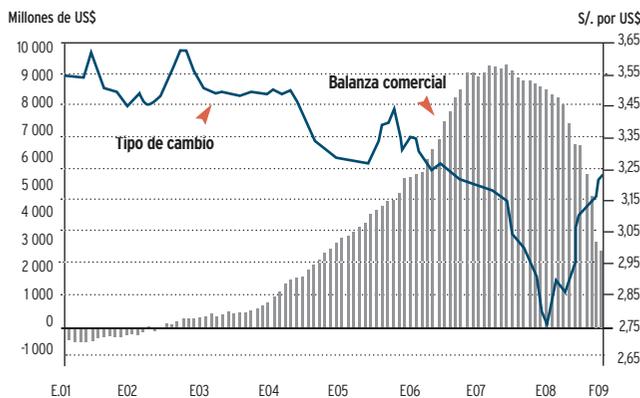
(Millones de US\$)



► La inflación se ubicó por encima del límite superior del rango de la Meta de Inflación anual establecido por el Banco Central de Reserva del Perú, debido principalmente a la inflación de origen externo.

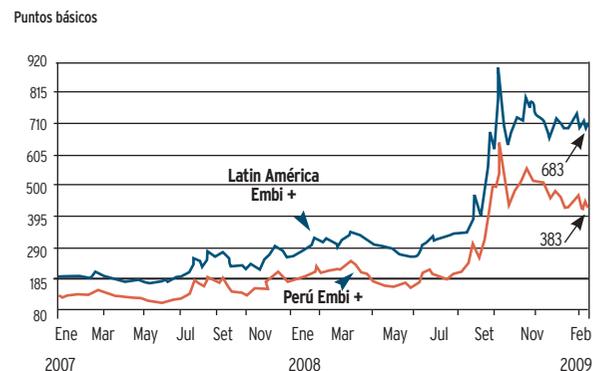
► El nivel de las RIN al cierre del año 2008 es equivalente a 4,0 veces la deuda a un año (deuda de corto plazo más amortizaciones), 4,4 veces la emisión primaria, 13 meses de importaciones y es ligeramente superior al saldo total de la deuda pública, lo cual refleja la fortaleza del país en sus finanzas internacionales.

Balanza comercial anual y tipo de cambio promedio mensual



Indicadores de riesgo país

(Enero 2007 - Febrero 2009)



► El país mantiene un superávit en su balanza comercial anual que se ha reducido por la reciente crisis internacional que ha afectado los precios de nuestros principales productos de exportación, así como por una mayor volatilidad de nuestra moneda.

► No obstante el nerviosismo del mercado por la turbulencia financiera internacional, el Perú recibió la ratificación de "grado de inversión" por Fitch Ratings y comentarios favorables de analistas internacionales y calificadoras de riesgo sobre su desempeño macroeconómico.

Indicadores Mensuales

	Jun.08	Jul.08	Ago.08	Set.08	Oct.08	Nov.08	Dic.08	Ene.09	Feb.09
PBI (Var. %)	13,0	10,2	10,4	11,6	9,2	6,4	4,9	3,14	n.d.
Inflación mensual (%)	0,77	0,56	0,59	0,57	0,61	0,31	0,36	0,11	-0,07
Inflación 12 meses (%)	5,71	5,79	6,27	6,22	6,54	6,75	6,65	6,53	5,49
Tipo de cambio venta (S/. por US\$)	2,895	2,850	2,896	2,968	3,082	3,093	3,115	3,153	3,238
Tipo de cambio real (Dic.2001=100)	105,2	104,1	103,3	103,2	101,1	99,1	99,5	100,9	102,8
Tasa de ahorros (% en S/.)	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5
Tasa de préstamo hasta 360 d. (% en S/.)	13,8	14,0	14,1	14,4	14,8	15,3	15,2	15,5	15,4
Tasa de ahorros (% en US\$)	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Tasa de préstamos hasta 360 d. (% en US\$)	11,0	10,8	10,4	10,3	10,2	10,1	9,9	9,6	9,3
Balanza comercial (mill. US\$)	71	332	500	6	-259	48	37	-176	n.d.
Exportaciones (mill. US\$)	2.834	3.092	2.969	2.753	2.443	2.083	1.948	1.596	n.d.
Importaciones (mill. US\$)	2.762	2.761	2.469	2.747	2.702	2.035	1.911	1.772	n.d.

Indicadores trimestrales

	2007				2008	
	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año
PBI (Var.%)	8,9	10,3	11,7	10,7	6,7	9,8
Consumo privado	8,3	8,4	9,4	9,5	8,0	8,8
Inversión privada	23,4	19,0	32,5	27,7	23,1	25,6
PBI de los sectores primarios	2,7	6,4	7,8	7,5	6,8	7,2
PBI de los sectores no primarios	10,2	11,1	12,7	11,3	6,7	10,4
Manufactura	10,8	10,2	11,1	9,9	3,3	8,5
BALANZA CUENTA CORRIENTE (%PBI)	1,1	-2,8	-4,5	-3,1	-2,5	-3,3
SECTOR PÚBLICO (%PBI)						
Resultado económico del Sector Público no Financiero	3,1	4,3	5,4	1,4	-2,7	2,1
Ingresos corrientes del gobierno central	18,1	18,0	19,4	18,4	17,0	18,2
Gastos no financieros del gobierno central	14,7	11,4	12,2	18,7	16,5	14,7
Deuda pública total	29,6	27,5	25,2	23,8	24,0	24,0
Deuda pública externa	18,7	16,7	15,5	14,5	15,1	15,1
Deuda pública interna	11,0	10,8	9,7	9,2	8,9	8,9

"Historia prehispánica" punto de partida para conocer nuestro pasado

CARLOS CONTRERAS *

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

Especialistas analizan los hechos más resaltantes del Perú antiguo, en obra publicada por el BCRP en coedición con el IEP



Doscientos siglos, el 98 por ciento de nuestro pasado, transcurren por las páginas de “Historia Prehispánica”, el primer tomo del Compendio de Historia Económica del Perú, que acaba de ser publicado por el Banco Central de Reserva del Perú y el Instituto de Estudios Peruanos, dentro de un ambicioso programa editorial que busca promover y difundir el conocimiento sobre el pasado económico del país.

Nos pareció importante comenzar “desde el principio”, y no desde el siglo XVI con la Conquista o invasión española, o desde la Independencia, que eran otras opciones, debido al convencimiento de la importancia de conocer el proceso de asentamiento demográfico en el territorio donde hoy se desenvuelve la república peruana, y el surgimiento en él de una “civilización”. Para la preparación de los textos que forman parte de este primer tomo han sido convocados distinguidos especialistas, que tienen adicionalmente la capacidad de comunicar sus hallazgos a un público no erudito.

El primer tomo condensa el prolongado lapso que va desde la ocupación del territorio peruano por el género humano, hace unos veinte mil años, hasta los inicios del siglo dieciséis de nuestra era. Echando cuentas, semejante lapso equivale al 98 por ciento de nuestro pasado. Si recurriésemos a la conocida analogía de comparar esos doscientos siglos con las veinticuatro horas de un día, tendríamos que a lo largo de toda la madrugada, la mañana y buena parte de la tarde los hombres aún vivían de la caza de animales y la recolección de plantas y mariscos. Recién hacia las cuatro de la tarde comenzarían los primeros avances en la agricultura y ganadería. La cerámica haría su aparición en los Andes centrales hacia las siete y media de la noche, y recién después de las ocho aparecería Chavín. Cuando el señor de Sicán reinaba en Lambayeque correspondería a las once y diez de la noche, y el imperio incaico habría caído en manos de los españoles poco antes de las once y media.

El elemento común de esta larga era fue el aislamiento en el que vivió la población respecto del resto del mundo. Quizás no un aislamiento total, porque algunas hipótesis se han lanzado acerca de contactos de las gentes andinas con pueblos mesoamericanos, o de la Polinesia, pero a nivel de lo práctico no hubo intercambio comercial ni de otro tipo con otros pueblos del mundo. En la medida que el contacto posterior ocurrió de forma traumática para el país, se entiende que algunos historiadores hayan calificado a esta era, positivamente, como el período de “la autonomía”. Autonomía es una palabra simpática. Se opone a dependencia que tiene una carga o connotación negativa. Sin embargo, también podríamos calificarla como el período del aislamiento, que, en

cualquier caso, era la otra cara de la autonomía. Ser autónomos es bueno, pero estar aislados no lo es, porque acentúa la vulnerabilidad y hace perder las oportunidades de aprendizaje que da el intercambio. El desafío del Perú a partir del siglo dieciséis, ha sido cómo mantener su autonomía, sin volver a caer en el aislamiento.

Aislados y sin depender de nadie, hasta hace cinco siglos los habitantes de este suelo debieron inventar sus propios artefactos y crear su propia cultura. Los logros no debieron ser escasos, porque al momento de la conquista o invasión europea, el territorio que hoy ocupa el Perú sumaba entre cinco y nueve millones de habitantes, según los cálculos más prudentes y rigurosos. Mantener esa densidad de población en un país de poca tierra agrícola y sin comercio que atrajese alimentos desde otras regiones del mundo, exigió una organización económica compleja y eficaz. Explicarla es precisamente la tarea de los autores de este volumen.

El volumen está dividido en cuatro capítulos. El primero, a cargo de Luis G. Lumbreras, se ocupa de las bases territoriales de la cultura de los pueblos asentados en el área andina. Se trataría de la fase conocida como el período Arcaico o Pre-cerámico. Realizando un recorrido desde veinte mil años antes de nuestra era o antes de Cristo, hasta aproximadamente el año 1700 a.C, el autor estudia el proceso de asentamiento

ORFEBRERÍA. Pieza donde se aprecia la maestría alcanzada por pobladores peruanos.



de los grupos humanos en las distintas regiones de los Andes centrales y la manera como fueron interactuando con la naturaleza. El cambio climático ocurrido con la transición de la fase climática del Pleistoceno a la del Holoceno (que corresponde al clima actual) tuvo consecuencias en dicho proceso. Durante este período los hombres domesticaron las plantas y los animales, abriéndose paso el proceso que la arqueología bautizó como “la revolución neolítica”. El segundo capítulo corre a cargo de Peter Kaulicke, y se ocupa del período, conocido como Formativo, que corre entre los años 1700 y 200 (aproximadamente) a.C. Se trata de la fase en que la agricultura y la ganadería se consolidan, dando paso a una mayor producción de excedente económico. Aparece la cerámica y las formaciones estatales, como lo ejemplifica el caso de Chavín, en la sierra norte. El autor recuerda aquí la tesis de Rosa Fung, de que la riqueza extraordinaria del mar peruano postergó la consolidación de la agricultura del maíz. También nos advierte Kaulicke acerca de la ideologización que ha existido en torno al estudio de la “economía antigua”, convertida en un campo de batalla entre los partidarios del estatismo y del libre mercado.

Julián Idilio Santillana presenta en el tercer capítulo, el desarrollo acontecido durante los períodos de desarrollo “clásico”, llamados también Intermedio Temprano, Horizonte Medio e Intermedio Tardío. Se trata de la fase que comúnmente asociamos con el desenvolvimiento de “las culturas” (Nazca, Moche, Huari, Chancay, Chimú) y lo que sería el florecimiento de las civilizaciones andinas, evidenciado en una refinada alfarería, textilería y orfebrería. Estas fueron posibles gracias al excedente producido por una agricultura ya consolidada (y por una ganadería también consolidada, en las regiones de puna). El horizonte Inca corresponde al cuarto capítulo del libro, a cargo del historiador Waldemar Espinoza. Aunque se trata del período que ocupa la menor extensión temporal (menos de un siglo, aproximadamente entre los años 1470-1532 d.C.), es el que resulta mejor conocido, por juntarse a la evidencia arqueológica, el testimonio escrito de los primeros testigos europeos que llegaron a conocer personalmente el Tahuantinsuyu o imperio inca. Durante este último período el desarrollo político habría alcanzado su mayor grado de complejidad, lo que tuvo un lógico correlato en el campo de la organización económica.

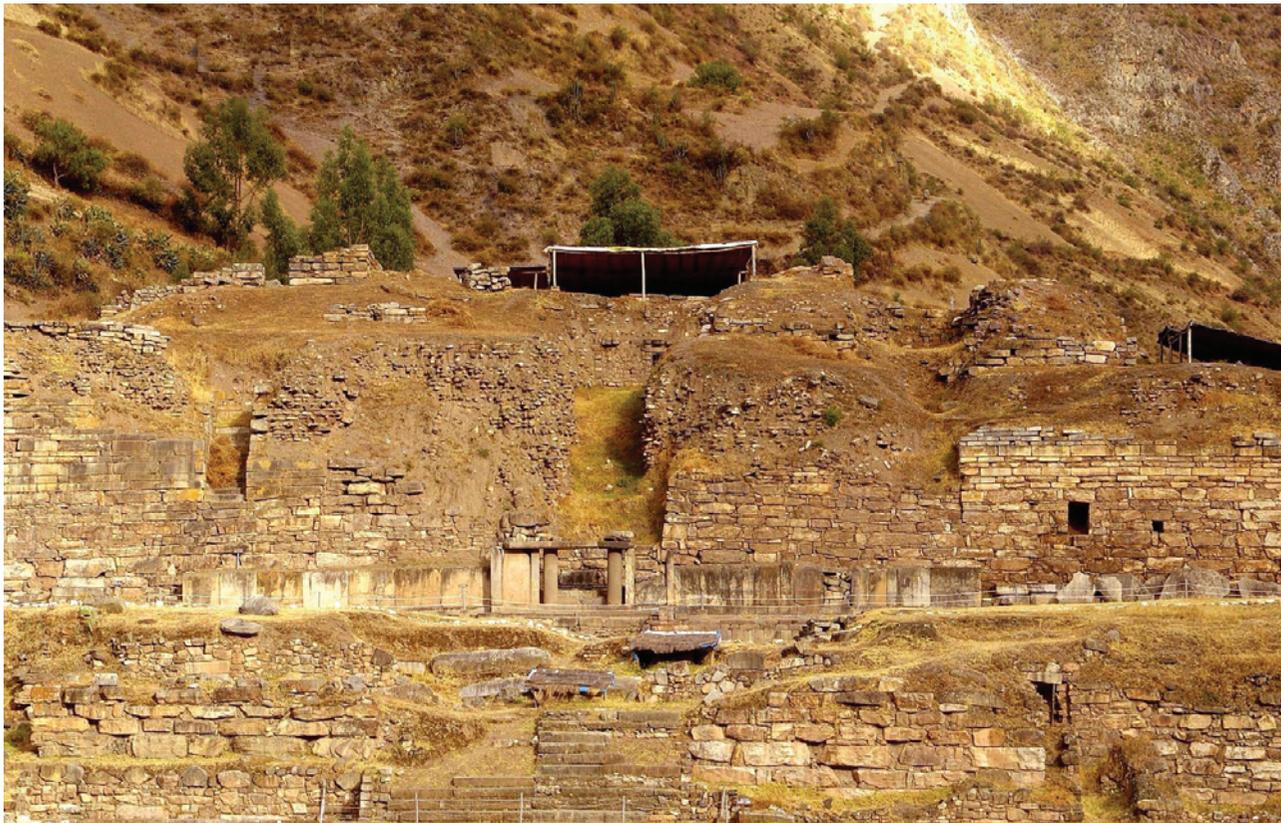
Es quizás importante retener algunos elementos centrales para una mejor consideración del conjunto del período prehispánico. El medio geográfico adquiriría un papel crucial, puesto que venía a determinar directamente las posibilidades de subsistencia de los grupos humanos. El asentamiento de estos en determinados lugares, así como sus migraciones, obedecía

a la cambiante dotación de recursos animales y vegetales. Estos respondían a su turno a los cambios climáticos y de la morfología terrestre. Tal como los autores del volumen lo destacan, la historia de este período es en buena parte resultante de los cambios de temperatura, de régimen pluvial, de huaycos y sequías que asolaron a la región andina a lo largo del tiempo. Esta fragilidad en relación a la naturaleza, creó un tipo de organización política cuya función era preservar la subsistencia de la población frente a las contingencias de la geografía y del eventual ataque de grupos vecinos que luchaban por el acceso a los recursos. Se trataba de ordinario de Estados militaristas, ávidos captadores de excedentes, que dejaban poco espacio a la libertad individual o civil, según la entenderíamos ahora. Esta característica no debe sorprendernos, en la medida que era la consecuencia de condiciones materiales que exigían la presencia de una organización capaz de movilizar con rapidez y eficacia el esfuerzo de una parte importante de la población hacia obras de infraestructura hidráulica o militar.

Asimismo, las posibilidades para la actividad comercial eran muy reducidas. La falta de ríos navegables y la imposibilidad del uso de la rueda, por la fragosidad del territorio andino, o la falta de firmeza del suelo de los desiertos en las regiones costeras, volvían el transporte una actividad limitada a muy cortas distancias. Esto era todavía más cierto, porque no existían animales como los de Europa y Asia, que pudiesen conducir grandes cargas. Únicamente se contaba con la llama, cuya capacidad portadora no superaba a la de un hombre. En consecuencia, las cosas debían consumirse “in situ”, prácticamente en el lugar donde eran recogidas o producidas. Por ello, la organización económica era básicamente de autoconsumo, lo que no excluía, por cierto, la especialización de ciertos miembros de las aldeas o grupos étnicos, en las tareas de gobierno o administración religiosa; así como también, conforme el excedente fue creciendo, en los oficios de ceramista, curandero u orfebre.

Esta falta de comercio se compensaba con la estrategia que el extinto antropólogo rumano, John V. Murra, llamó “el control vertical de pisos ecológicos”, que implicaba una organización destinada a que la comunidad o “etnia” dispusiese de tierras en diferentes zonas ecológicas, a fin de conseguir la autosuficiencia en los bienes que le eran vitales¹. A partir de un núcleo o “piso central” se mantenían así “colonias” en otros pisos, desde donde podía traerse productos ganaderos, marítimos o de tierra caliente. Caravanas de hombres o de llamas trasladando productos de una región a otra debieron ser parte del paisaje andino prehispánico, y lo son aún en tiempos recientes.

¹ Puede verse el estudio de Murra en la compilación más reciente de sus trabajos: John V. Murra (2002) *El mundo andino. Población, medioambiente y economía*. Lima: IEP-PUCP.



Que no hubiese comercio como una actividad privada o cotidiana, no significaba, empero, que no existiesen intercambios importantes. En su trabajo dentro de este volumen, Waldemar Espinoza señala los trueques o permutas que se hacían, tanto dentro de las comunidades aldeanas, o incluso entre las regiones de sierra y selva alta o “montaña”. El océano Pacífico permitía también un comercio de más larga distancia, que vinculaba la actual costa ecuatoriana con la costa central peruana. Tanto este autor como Santillana, contraponen el desarrollo de una actividad comercial en la región del litoral, al esquema de Murra, que prácticamente declaraba que el Tahuantinsuyu y con él la civilización andina en su conjunto, fue un mundo sin comercio ni mercados.

En un pequeño pero sustancioso libro, el premio nobel de economía de 1972, John Hicks, observó que el estudio de la economía en los tiempos anteriores a la modernidad se volvía tanto más fascinante, cuanto intrincado, por el hecho de que era mucho más difícil para el investigador separar los hechos económicos del resto de hechos de la sociedad². El mundo de hoy se erigió sobre la base de separar las actividades mercantiles de las demás, de modo que casi siempre tengamos claro cuándo estamos “trabajando”, “produciendo” o en suma, “ganándonos los frejoles” y cuando —a despecho de que estemos realizando un gran esfuerzo físico— estamos realizando actividades

de entretenimiento, acción cívica, religiosa o familiar, o simple “ocio”. En el pasado esta distinción no existía y las actividades económicas se confundían dentro de instituciones que eran fundamentalmente sociales y políticas³. Por ello, tampoco debe llamarnos la atención que los autores de este volumen, para esclarecer los temas económicos deban referirse a la arquitectura, la religión o las formas del poder.

Las fuentes principales para el conocimiento de la era prehispánica son los restos materiales, estudiados preferentemente por la arqueología. Por ello, este tomo recoge preferentemente el aporte de los arqueólogos. Para el estudio de la etapa más cercana a la irrupción europea, las crónicas o relatos de los primeros observadores europeos que pusieron por escrito sus impresiones y la memoria transmitida oralmente por los hombres andinos, suelen desplazar en importancia al testimonio material, por lo que en este caso se confió a un historiador el capítulo respectivo.

Cada capítulo va acompañado de algunas imágenes que ilustran los lugares u objetos referidos en el texto, o cuando esto no fue posible, algunos muy semejantes. La investigación para ello fue realizada por Carla López Medina, egresada de la especialidad de historia, quien también se encargó de estandarizar la presentación editorial de los capítulos y preparó los cuadros cronológicos y los mapas que aparecen dentro del volumen. ■

CHAVÍN. Templo de antigua cultura prehispánica, una de las primeras del antiguo Perú.

² John Hicks, 1974. Una teoría de la historia económica. Madrid: Aguilar.

³ Sobre ello incidió también Karl Polanyi (1947) La gran transformación. Los orígenes económicos y sociales de nuestro tiempo. Buenos Aires: Claridad, sobre cuyas ideas se refiere Peter Kaulicke dentro del segundo capítulo.



libros y certámenes

► CURSOS DE ACTUALIZACIÓN

Con el objetivo de difundir los nuevos conocimientos de la ciencia económica y de los temas financieros, el BCRP inauguró el 56° Curso de Extensión Universitaria de Economía 2009 y el 2° Curso de Extensión de Finanzas Avanzadas 2009, los que se desarrollan de enero a marzo. En ambos, comparables a los de más alta exigencia a nivel de postgrado en el ámbito internacional, participan como docentes, economistas de gran prestigio nacional y mundial.



► HISTORIA DE AREQUIPA

El BCRP y el IEP presentaron, en Arequipa, el libro "Borbones y aguardientes. La reforma imperial en el sur peruano: Arequipa en vísperas de la independencia", del estudioso de la historia peruana Kendall Brown, profesor en la Brigham Young University (Utah, Estados Unidos). En el libro, el autor presenta las reformas introducidas por la administración borbónica de la corona española en dicha ciudad, además de describir el mundo colonial de la región.

► CONCURSO ESCOLAR

Las alumnas Claudia Coronado, Maryuri Chumbes y Rocío Neyra, del colegio Santa Úrsula, de la ciudad de Sullana, Piura, obtuvieron el primer puesto del III Concurso Escolar BCRP 2008, por el trabajo "Hasta el cuello". En él se analiza la importancia de tener una información adecuada antes de contraer un crédito en el sistema financiero y la responsabilidad de los bancos y entidades reguladoras de proveerla.



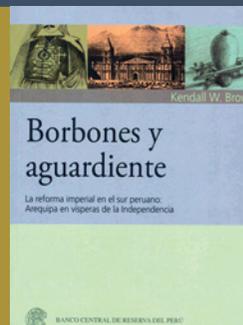
► VOCES DE APEC

Los estudiantes nacionales y extranjeros que participaron en las reuniones APEC 2008, dentro de la sección juvenil denominada Voces of the Future (Voces del futuro), visitaron el Museo del BCRP y recorrieron sus distintas salas de exhibición.

En este grupo estuvieron representadas universidades de Canadá, China, Nueva Zelanda, Singapur, México, Estados Unidos, Hong Kong y Vietnam.

► FERROCARRIL CENTRAL

El BCRP puso en circulación monedas conmemorativas de plata por el centenario del primer viaje de Lima a Huancayo del Ferrocarril Central. Las monedas, presentadas por el Banco Central y el Patronato del Ferrocarril Central, están fabricadas en plata 0,925, tienen un peso fino de una onza troy, un diámetro de 37 mm y una calidad brillante no circulada, es decir, de fondo brillante y de relieves en tono mate.



► BORBONES Y AGUARDIENTE

LA REFORMA IMPERIAL EN EL SUR PERUANO:
AREQUIPA EN VÍSPERAS DE LA INDEPENDENCIA

KENDALL BROWN

El autor presenta las reformas introducidas por la administración borbónica de la corona española en Arequipa del siglo XVIII. Además de describir el mundo colonial de la región, relata el rol central de la minería en la economía, el estado de la agricultura y la producción de aguardiente, el comercio, la atmósfera social y la ola de modernización borbónica. También, los lazos que unen a Arequipa con el altiplano, relación creada sobre la base del intenso intercambio comercial entre la plata proveniente de las minas del Alto Perú por el aguardiente, producto muy demandado en las alturas.



► ENTRE EL CIELO Y EL SUELO

LORENZO HELGUERO

La novela es una historia de amor y desamor que gira alrededor de Carlitos, un periodista que se queda sin trabajo en Lima y se va a Washington de inmigrante ilegal. El texto se divide en cinco capítulos, cada uno escrito un tono diferente, donde se va tejiendo la historia de Carlitos y Clara, la novia que deja en Lima. Esta obra es ganadora del Concurso de Novela Corta 2008 "Julio Ramón Ribeyro", organizado por el BCRP en coedición con la editorial Santillana, bajo el sello Alfaguara.



Ganadores III Concurso Escolar BCRP 2008

Temas del concurso

Cada trabajo debe responder a sólo uno de los temas siguientes:

- A. ¿Qué hacer ante las alzas de los precios de los alimentos y el petróleo en los mercados internacionales?
- B. ¿Cuánto cuesta endeudarnos?
 - Crédito de consumo
 - Crédito para microempresarios
 - Crédito hipotecario



Ganadores

Puesto	Código	Trabajo	Seudónimo	Colegio	Premios
1	20060100752	Hasta el cuello	Las Misioneras	Santa Úrsula Sullana	A cada alumno: S/. 2 000 Al profesor asesor: S/. 2 000 Al colegio: Laptop y proyector
2	20010100842	¡Calma, calma, que no cunda el pánico!	Chapulinas	Santa María Piura	A cada alumno: S/. 1 500 Al profesor asesor: S/. 1 500 Al colegio: Computadora e impresora
3	15011100841	No te alarmes (...) ¡Tú puedes! Con tu ingenio el Perú encontrará la salida	Los Sedientos del Éxito	Juan Croniqueur Lima	A cada alumno: S/. 1 000 Al profesor asesor: S/. 1 000 Al colegio: Computadora

Próxima convocatoria:



IV Concurso Escolar BCRP 2009

Información: Portal del BCRP: www.bcrp.gob.pe

Correo electrónico: concurso.escolar@bcrp.gob.pe Teléfono: 613 2471



Moneda de la Libertad parada

Esta moneda fue conocida como la Libertad Parada. Su peso y características se determinaron por Ley del 25 de febrero de 1825, durante el gobierno de Simón Bolívar.

En el anverso, se lee "Repub. Peruana", seguido por el monograma de la ceca, la denominación, las iniciales del ensayador; y en el centro, el escudo peruano coronado y rodeado con un ramo de palma y laurel.

El reverso presenta la imagen de una doncella de pie con un asta en la mano derecha sosteniendo el gorro de la libertad. A la izquierda, un broquel apoyado en el terreno, que lleva la palabra libertad. En la circunferencia, la frase "Firme y Feliz por la Unión".



ESTA MONEDA PUEDE SER APRECIADA EN EL MUSEO NUMISMÁTICO DEL PERÚ:

JIRÓN JUNÍN 781, LIMA