

HORIZONTE

de las economías
emergentes en
el escenario global



•••
SEMINARIO

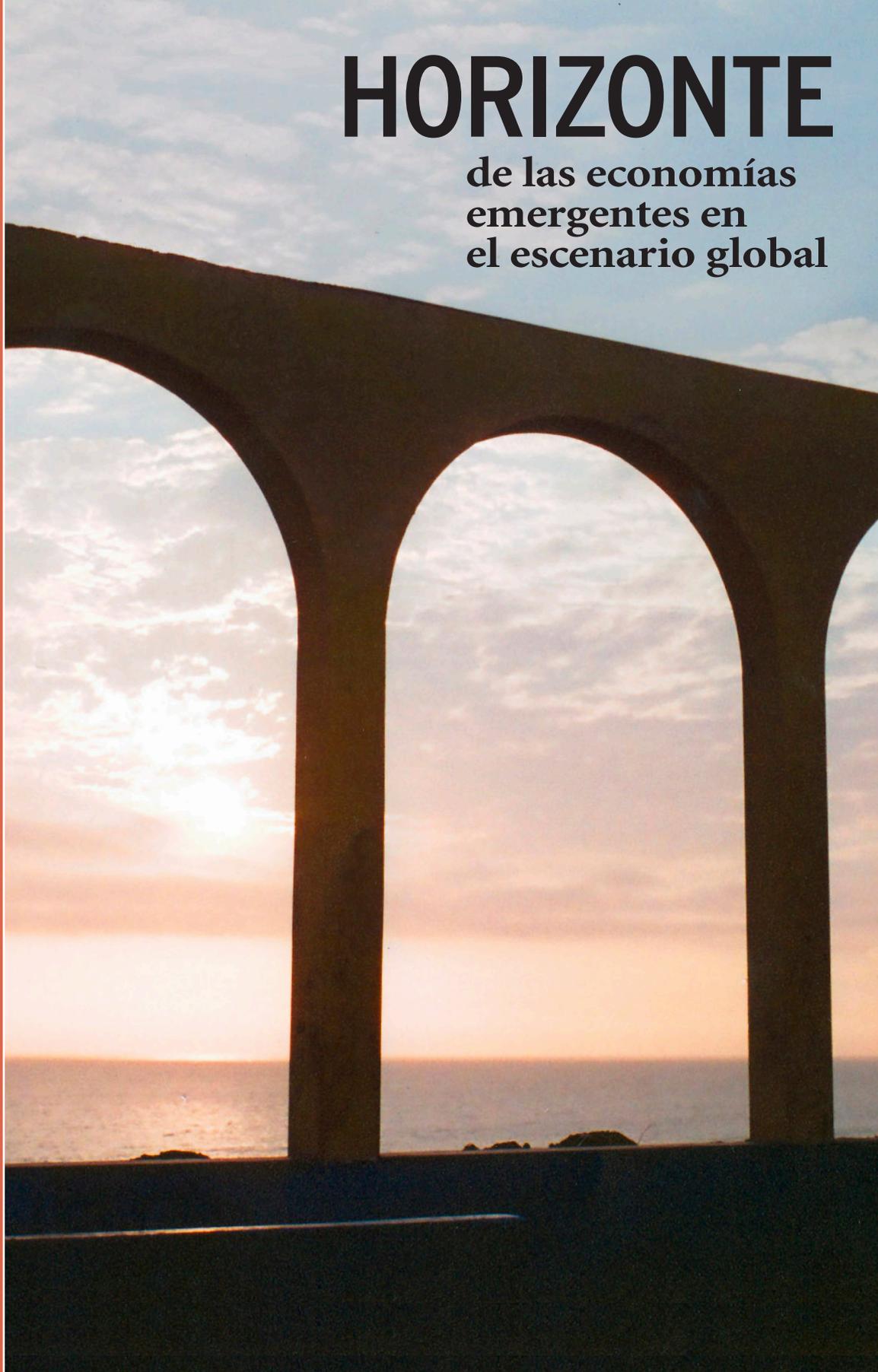
El sistema monetario
internacional
y las economías
emergentes

•••
ANÁLISIS

Política monetaria
en periodos de
turbulencia financiera

•••
CULTURAL

La economía durante
la dominación colonial
temprana



IV Concurso Escolar BCRP 2009

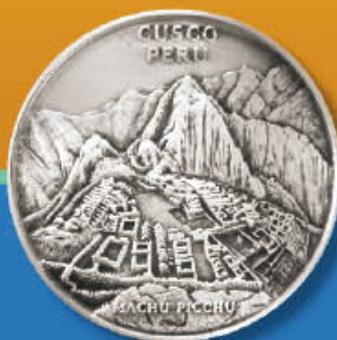


Para estudiantes de
Tercero, Cuarto y Quinto
de Secundaria

TEMAS DEL CONCURSO

Cada trabajo debe responder a uno de los siguientes temas:

- Importancia de facilitar el acceso al crédito a la pequeña y microempresa.
- Uso responsable del crédito de consumo.



PREMIOS

Primer lugar:

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

Segundo lugar:

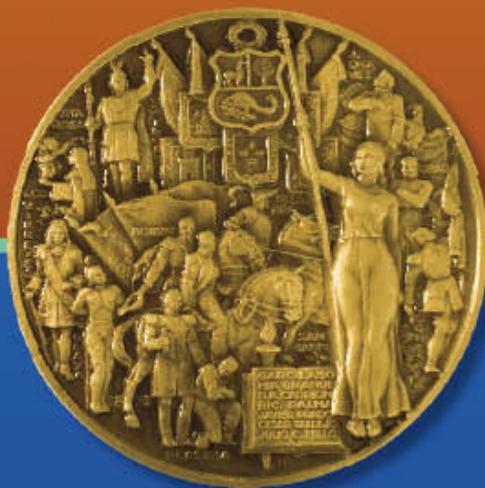
- A cada alumno, S/. 1 500
- Al profesor asesor, S/. 1 500
- Al colegio, una computadora (PC) y una impresora láser

Tercer lugar:

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

Cronograma

Publicación de los semifinalistas: 29 setiembre
Comunicación a los finalistas: 27 octubre
Exposición de los trabajos, proclamación de ganadores y ceremonia de premiación: 20 noviembre



INFORMACIÓN ADICIONAL

Página web del BCRP: www.bcrp.gob.pe
Correo electrónico:
concurso.escolar@bcrp.gob.pe
Teléfono: 613 2471

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



Sumario

MONEDA

Setiembre 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, JOSÉ
CHLIMPER ACKERMAN, ALFONSO LÓPEZ CHAU,
MARTHA RODRÍGUEZ SALAS, ABEL SALINAS
IZAGUIRRE, / **GERENTE GENERAL** RENZO
ROSSINI MIÑÁN / **EDITOR DE LA REVISTA**
JOSÉ ROCCA ESPINOZA.

CARÁTULA ARCOS DEL MALECÓN DE LA CIUDAD DE HUACHO.
FOTO GINO CARLOS. MENCIÓN HONROSA. CONCURSO FOTOGRÁ-
FICO BCRP SETIEMBRE, 2007.

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

SEMINARIO

4 EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y LA SITUACIÓN DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

En el evento organizado por el BCRP y el Comité de Reforma de Bretton Woods y realizado en la ciudad del Cusco a mediados de julio pasado, se analizó el estado de la crisis financiera internacional, el papel futuro del dólar en la economía internacional y el futuro de las economías emergentes.

5 FUTURO DEL ORDEN MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL, RESEÑA DE LA CONFERENCIA DEL DOCTOR JULIO VELARDE.

8 PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL, RESUMEN DE LOS COMENTARIOS DEL DOCTOR NOURIEL ROUBINI.

12 ACUMULACIÓN DE RESERVAS, DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y LA "TRAMPA DEL DÓLAR", RESEÑA DE LA PRESENTACIÓN DEL DOCTOR FELIPE LARRAÍN.

16 LA RESPUESTA DE LOS BANCOS CENTRALES A LA CRISIS HA SIDO MUY BUENA

ENTREVISTA A JORDI GALÍ

Somero análisis de la crisis financiera internacional, la actuación de los bancos centrales frente a ella, la recesión que parece cernirse sobre muchas economías y los riesgos de una inflación de caracteres globales.

20 POLÍTICA MONETARIA EN PERIODOS DE TURBULENCIA FINANCIERA

PAUL CASTILLO

Explica la racionalidad en el uso de los instrumentos de política monetaria por parte del Banco Central de Reserva, para enfrentar eficazmente la crisis financiera internacional.

25 EFECTO DE LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA SOBRE LAS TASAS DE LOS BANCOS COMERCIALES

DONITA RODRÍGUEZ

El efecto "traspaso de la tasa de interés" es explicado a través del análisis de la política monetaria que conduce el Banco Central y su relación con los movimientos en la tasa interbancaria y en las de más largo plazo.

30 ¿UN ESTRÉS PARA LOS BANCOS?

PIERRE DONGO-SORIA Y GONZALO CHÁVEZ

Los autores comentan sobre las diferentes perspectivas y el propio diseño de la prueba de estrés que utilizó la Reserva Federal para los bancos estadounidenses.

36 NUEVO REGLAMENTO PARA EL CANJE DE BILLETES Y MONEDAS

ABRAHAM DE LA MELENA

Explica las bondades del nuevo reglamento como un mecanismo eficaz para la gestión del circulante.

39 INDICADORES ECONÓMICOS

40 LA ECONOMÍA DURANTE LA DOMINACIÓN COLONIAL TEMPRANA

CARLOS CONTRERAS

Introducción al segundo volumen del Compendio de Historia Económica del Perú (conjunto de trabajos editados por el BCRP y el IEP) que corresponde al período de la dominación colonial temprana, desde 1532 hasta 1700.

46 LIBROS Y CERTÁMENES

EL SISTEMA MONETARIO

Internacional y la Situación de las Economías emergentes



La coyuntura internacional bajo la óptica monetaria fue el tema que reunió en Cusco a autoridades de bancos centrales de varios países del mundo, a destacados académicos internacionales, como Nouriel Roubini, y a representantes de organismos internacionales.

El seminario, organizado por el BCRP y el Comité de Reforma de Bretton Woods, concluyó con una visión moderadamente optimista sobre el fin de la crisis internacional y con diferencias sobre el futuro del dólar en el mundo.

También se destacó el buen manejo de la economía peruana, particularmente de la política monetaria y cambiaria, así como las fortalezas del país. En las siguientes páginas se presenta un resumen de algunas de las exposiciones.

Futuro del orden MONETARIO y financiero internacional

CARLOS PEREYRA *

Reseña de la presentación del doctor Julio Velarde,
presidente del Directorio del Banco Central de Reserva
del Perú.

*Especialista Senior en Economía Internacional del BCRP.

La exposición del doctor Julio Velarde trató sobre los desequilibrios globales, los posibles cambios en el sistema monetario internacional y la reforma de la arquitectura financiera internacional.

Sobre el primer tema señaló que, a pesar de que los desequilibrios multilaterales han decrecido durante la crisis, siguen siendo considerables, y posiblemente continúen siéndolo en el mediano plazo. A diferencia del *Plaza Accord* de la década de 1980, mediante el cual la apreciación del yen y del marco alemán ayudó a reducir los desequilibrios, *dicho proceso aún no está ocurriendo actualmente*. El dólar se ha depreciado frente al euro y al yen, pero no frente a muchas otras monedas. (Gráfico 1).

Es más, las economías emergentes están fuertemente vinculadas a dichos desequilibrios. En especial, muchas de estas economías no están permitiendo que sus monedas se aprecien suficientemente rápido. Sus tenencias de bonos del Tesoro de los EE.UU. han venido aumentando, inclusive después de la caída de Lehman Brothers. China posee alrededor del 35 por ciento del total. En términos de variación, los bancos centrales de los BRIC y la OPEP explican el 63 por ciento del aumento de tenencias de bonos del Tesoro entre abril de 2008 y abril de 2009. (Gráfico 2).

Entre los mecanismos posibles para solucionar estos desequilibrios está el aumento del consumo en China. Sin embargo, se debe tomar en cuenta que en ese país el consumo es sólo 35 por ciento del PBI; y que *sus bancos tienen más experien-*

cia en conceder crédito a las empresas que a los consumidores. Es necesario introducir medidas como aumentar la seguridad social en salud y jubilación para disminuir el excesivo ahorro privado, el cual alcanza el 50 por ciento del PBI. Probablemente en el corto plazo el crecimiento del consumo seguirá siendo limitado en los países superavitarios (inclusive en Alemania y Japón). Adicionalmente, Edwards (2006)¹ sugiere que un mayor crecimiento en Europa y Japón sólo mejoraría modestamente la brecha externa de los EE.UU.

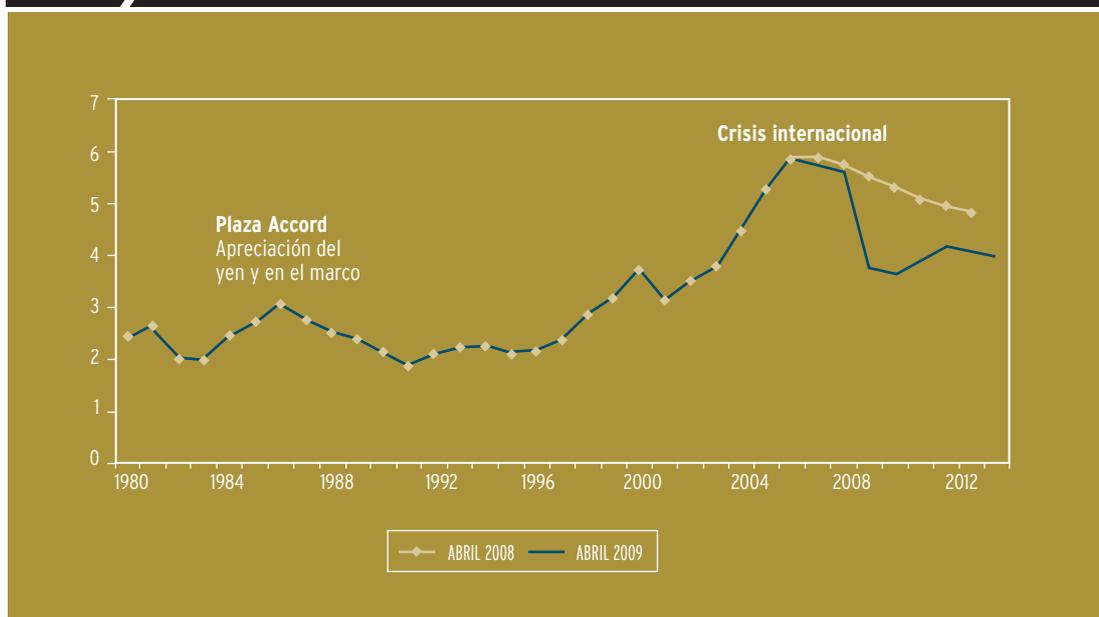
En este contexto, existe incertidumbre acerca de la fortaleza del dólar. ¿Es posible pensar en un cambio fundamental del sistema moneta-



Lo normal es diversificar el riesgo invirtiendo en varios activos



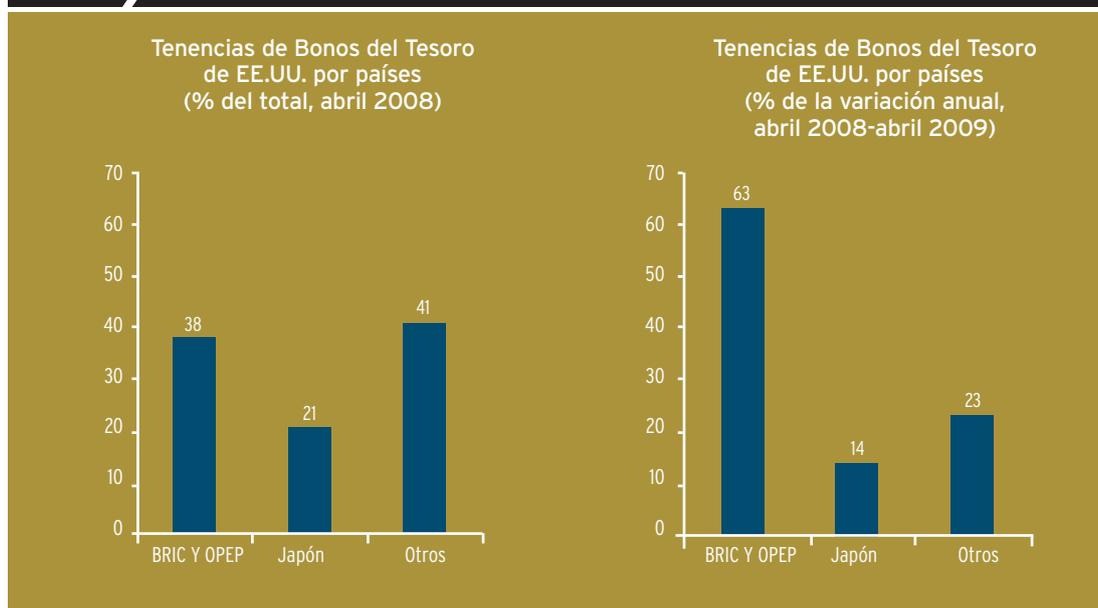
GRÁFICO 1 ■ Desequilibrios globales
(Valor absoluto de las cuentas corrientes como % del PBI)



FUENTE: FMI

¹ Edwards, Sebastián; "On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances"; Décima Conferencia Anual del Banco Central de Chile, noviembre de 2006.

GRÁFICO 2 ■ Tenencias de bonos del Tesoro de EE.UU.



FUENTE: TESORO EE.UU.

rio internacional? Según el doctor Velarde, es razonable suponer que el predominio del dólar seguirá, pero será menor al aumentar el número de monedas de reserva. Considera que *el dólar continuará siendo la principal moneda de reserva*, por el predominio de las inversiones en activos denominados en dólares, así como por su liquidez y profundidad de mercado; pero que durante los próximos años el uso de otras monedas como activos de reserva se ampliará más allá del euro, para incluir las monedas de varias economías emergentes, *probablemente comenzando por aquellas de países con grado de inversión y sin controles de capital*. Enfatizó que *lo normal es diversificar el riesgo invirtiendo en varios activos*; y, en una perspectiva histórica, recordó que el predominio de una sola moneda de reserva ha sido la excepción más que la regla (en el período entre las dos guerras mundiales existía un *duopolio* dólar-libra esterlina, el cual a su vez había reemplazado a un *oligopolio* libra esterlina-franco francés-marco alemán). En esta línea, sostuvo que *la innovación financiera – a pesar del rol desfavorable que se le ha adjudicado en la crisis actual – y la globalización hacen que todos nos parezcamos cada vez más*; y que posiblemente estos desarrollos fomentarán *el uso de activos denominados en varias decenas de monedas diferentes*. Comentó que actualmente el Banco de la República Popular China ya mantiene más del 44 por ciento de sus reservas en monedas diferentes del dólar; y recordó que, hace no mucho tiempo, era inconcebible que el gobierno peruano emitiera bonos a 30 años en moneda local y que un porcentaje elevado fuera absorbido por inversionistas extranjeros.

El doctor Velarde señaló también que, dentro de este proceso de diversificación, últimamente el Banco de la República Popular China ha buscado activamente establecer arreglos *swap* con varios países (principalmente en Asia y Latinoamérica), con el fin de aumentar la importancia internacional de su moneda. Asimismo, comentó que el Perú tiene acceso potencial a la nueva Línea de Crédito Flexible (FCL) del FMI, un instrumento precautorio destinado a economías con sólidos fundamentos macroeconómicos. En este punto, destacó los esfuerzos de las agencias multilaterales por flexibilizar y aumentar la provisión de recursos, para contribuir de manera más efectiva a la solución de la crisis global. Principalmente, aparte de la creación del FCL, los límites de acceso crediticio han sido elevados significativamente, se ha incrementado el financiamiento bilateral, se ha fortalecido la capacidad de crédito hacia los países de ingreso bajo y se ha aprobado un aumento sustancial de la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG). También dijo que se ha sugerido que el FMI funcione como *prestamista de última instancia*, no sólo para países, sino para los bancos de mayor importancia internacional, lo cual tendría la ventaja de despolitizar el proceso de rescate financiero y encargarlo al personal técnico de dicha institución. Finalmente, siguiendo con el rol de las agencias multilaterales, señaló que es necesario reforzar su capacidad de mejorar la coordinación internacional en cuanto a políticas macroeconómicas y supervisión financiera, y de contribuir a solucionar distorsiones internacionales (principalmente proporcionar liquidez internacional a los mercados que la necesiten). ■

Perspectivas de la Economía MUNDIAL

MAURICIO DE LA CUBA *

Reseña de la presentación del doctor Nouriel Rubini,
profesor de la Universidad de Nueva York.

* Jefe del Departamento de Economía Mundial del BCRP.

Tres años atrás, al inicio de la corrección del mercado inmobiliario en Estados Unidos, Nouriel Roubini anticipó la severa recesión que terminaría extendiéndose a otras economías desarrolladas y afectaría seriamente el crecimiento de las economías emergentes. Este y otros pronósticos sobre la crisis financiera internacional han convertido a este economista de Harvard y profesor de la universidad de Nueva York en una de las 50 personas que más influyen en los mercados financieros internacionales¹.

En la ponencia inaugural del seminario El Sistema Monetario Internacional y la Situación de las Economías emergentes, Roubini planteó las interrogantes centrales sobre la situación de la economía mundial, sus perspectivas y los dilemas que enfrenta. Y, además, anticipó algunos pronósticos. Estas interrogantes y pronósticos pueden agruparse en cinco ejes temáticos: (i) el crecimiento actual y sus perspectivas; (ii) los riesgos al presente escenario de crecimiento; (iii) China y el desacoplamiento; (iv) la crisis y las economías emergentes y (v) la situación del sistema financiero internacional.

EL CRECIMIENTO ECONÓMICO Y SUS PERSPECTIVAS

Existe consenso de que, por su magnitud y duración, ésta es la crisis financiera más severa registrada desde la Gran Depresión y la peor recesión de los últimos 60 años. No existe consenso, sin embargo, sobre las perspectivas ni, por lo tanto, sobre la duración de esta recesión que, según las estimaciones del NBER, se inició a fines de 2007. Los indicadores económicos más recientes han sido relativamente favorables y han llevado a acuñar la expresión *green shoots* (brotes verdes) para describir la percepción de muchos economistas de que lo peor de la crisis ya pasó y de que la recuperación estaría próxima. Roubini, con los mismos indicadores, tiene otra lectura: *más que signos de esperanza o brotes verdes (green shoots), nosotros tendremos todavía muchas malas hierbas (yellow weeds)*. Predice, que la recesión va a finalizar hacia fines de año.

Pero, más allá de cuánto dure la recesión y de la forma que ésta tenga, Roubini plantea que la pregunta más importante es qué tan vigorosa o débil será la recuperación que la suceda. En opinión de Roubini, en el caso de las economías desarrolladas, esta recuperación será relativamente modesta y por debajo de la tendencia. Considera que Estados Unidos crecerá alrededor de uno por ciento en los próximos dos años. El alto nivel de endeudamiento, no sólo del sector privado, es un factor que afectará la tasa de crecimiento, una vez que la recesión haya concluido. *Esta no es sólo una crisis de liquidez, una crisis emotiva (animal spirits); es mayormente una crisis de apalancamiento (...) la necesidad de dismantelar esto va a implicar un menor crecimiento del consumo y una desaceleración en la capacidad de gasto.*



Esta no es sólo una crisis de liquidez, una crisis emotiva (animal spirits); es mayormente una crisis de apalancamiento



LOS RIESGOS Y LOS RETOS PARA EL CORTO Y EL MEDIANO PLAZO

Uno de los factores de incertidumbre y riesgo es la inflación. Un proceso inflacionario constituiría un limitante para la aplicación de políticas anticíclicas mientras que un proceso deflacionario podría llevar a una postergación del gasto y, de este modo, tendería a acentuar la recesión.

En la actualidad, existe el debate sobre cuál será la evolución de los precios. Por un lado, el estímulo fiscal y monetario puede generar presiones al alza pero, por otro, el exceso de capacidad instalada y la situación del mercado laboral generan presiones a la baja. Según Roubini, al menos en el corto plazo, estos últimos dos factores prevalecerían: *Hay una masiva poca actividad en el mercado laboral, donde los trabajadores no tienen ninguna capacidad para fijar precios, aceptando menores salarios como una forma de compartir el dolor de las firmas (...)* Así, *la poca actividad en los mercados de bienes y laboral implica enormes presiones deflacionarias.*

Pero en el mediano plazo la situación puede ser diferente. Existe el riesgo de inflación y no sólo en Estados Unidos, pues los altos déficit fiscales en gran parte están siendo monetizados directa e indirectamente por los respectivos bancos centrales. Roubini señala que la monetización de este déficit fiscal va a aumentar la inflación esperada, incluso antes de que aumente la inflación actual. Estos riesgos de inflación llevan, a su vez, a plantear cuál es la estrategia óptima de salida a estas políticas contracíclicas, tanto en el campo monetario como fiscal.

Si el estímulo monetario y fiscal se retira demasiado pronto, se podría terminar en una recesión como sucedió en Japón. Por otro lado, si se deja que los déficit fiscales sigan siendo muy grandes, la preocupación

¹ Encuesta de Institucional Investor para el año 2009.

por la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo y por los efectos inflacionarios a largo plazo de la monetización de este déficit fiscal podría hacer subir las tasas de interés, con el consecuente impacto sobre el gasto privado. *El camino exacto para salir de este sobreendeudamiento monetario y fiscal, sin caer en una recesión o inflación ni en otros tipos de recesión, va a ser muy difícil*, señaló Roubini.

CHINA Y EL DESACOPLAMIENTO

Ante la probabilidad de que la recuperación de EE.UU. sea bastante débil, la evolución de China será fundamental para mejorar las perspectivas de crecimiento mundial. Por ello una pregunta central es qué tanto China, como otras economías emergentes puedan desacoplarse de lo que suceda en las economías desarrolladas.

A diferencia de otras crisis, la presente crisis financiera tuvo su centro en las economías desarrolladas (Estados Unidos, el Reino Unido y Europa) y no en las economías emergentes. Al inicio de la corrección del mercado inmobiliario de Estados Unidos, muchos economistas esperaban que las economías emergentes no se vieran seriamente afectadas.

Esta hipótesis del decoupling fue perdiendo validez poco después, y en particular luego de la quiebra del banco Lehman Brothers. También afectó a través de los canales comercial y financiero conocidos a los mejores fundamentos de las economías emergentes lo que se reflejó en una desaceleración del crecimiento muy por encima de lo previsto e incluso en una franca recesión en algunos de ellos. Ahora, en cambio, debido a las políticas de estímulo fiscal y monetario, las expectativas de crecimiento de muchas economías emergentes (incluyendo a China e India) han mejorado.

Roubini señala algunos puntos de preocupación respecto a la recuperación de China. Si ese país creció a tasas altas fue en gran parte porque durante la última década, EE.UU. fue el gran consumidor mundial. En la actualidad, con el consumo de EE.UU. contraído (y con las perspectivas de que no se recupere a tasas altas una vez que se salga de la recesión), existe el riesgo

de que el crecimiento de las economías emergentes, en particular de China, pueda generar un exceso de oferta. Para evitar ello, el crecimiento de la producción de China debería estar acompañado de una expansión de su demanda interna. *Mucho de lo que China está haciendo ahora es tratar de impulsar el crecimiento del PBI por el lado de la oferta, otorgando dinero y crédito a las empresas de propiedad estatal*. Según Roubini, los esfuerzos del gobierno de China parecen aún insuficientes para incentivar en forma suficiente la demanda interna y se requieren reformas de más largo plazo en particular en los campos de la seguridad social, la salud pública y la educación que son claves para dinamizar el consumo en un país donde este apenas representa el 35% del producto.

LAS ECONOMÍAS EMERGENTES Y LA CRISIS INTERNACIONAL

Un hecho evidente es que, como se ha señalado anteriormente, esta crisis afectó a todas las economías emergentes y no sólo a aquellas economías con fundamentos más débiles como varias economías de Europa emergente donde el elevado déficit en cuenta corriente y fiscal estuvo acompañado con financiamiento de corto plazo y sobrevaluación de las monedas.

Pero, frente a este nuevo entorno, se dio una característica, en muchos casos inédita, para las economías emergentes: la aplicación de políticas anticíclicas por parte de aquellas economías que tuvieron un manejo macroeconómico responsable durante el período de alto crecimiento mundial. Varias economías de América Latina, señala Roubini, se encuentran entre aquellas que en la última década introdujeron reformas macroeconómicas y financieras y fueron construyendo una política de credibilidad que les ha permitido enfrentar en forma más adecuada la presente crisis.

Asociado a lo anterior, es importante notar que en la actual coyuntura de crisis, los países han utilizado las reservas acumuladas, como una forma de autoseguro. La lección que nos deja esta crisis es que: *tener más reservas, es más útil que tener menos*. En forma complementaria a esta política, las facilidades crediticias se han fortalecido en la última década. Muestra de ello, según Roubini, son las líneas *swap* entre los bancos centrales tanto de economías avanzadas cuanto de economías emergentes y la creación, por parte del FMI, de una nueva línea de crédito flexible que provee de grandes cantidades de dinero sin condiciones para economías emergentes con buenos fundamentos macroeconómicos y financieros. El apoyo para las economías en problemas también ha aumentado. Roubini da el siguiente ejemplo: *En 1997, Corea, que es un país grande, apenas obtuvo US\$ 10 mil millones del FMI, y sólo una muy pequeña parte de él fue anticipada. En esta ocasión, un pequeño país como Rumanía, probablemente diez veces más pequeño que Corea, ha recibido US\$ 20 mil millones de dólares del programa del FMI, y si nos fijamos en*

CHINA. Su evolución será fundamental para mejorar las perspectivas de crecimiento mundial.





EL DÓLAR. En perspectiva, sigue teniendo futuro como moneda de reserva.

el tamaño de estos programas del FMI, en Letonia, Rumania, Hungría, Ucrania y Pakistán, como parte de la cuota, sin duda, el tamaño de estos programas ha sido mucho mayor que en el pasado.

Estos aspectos han permitido una mejor respuesta frente a la crisis, aunque todavía habría una agenda pendiente para lograr una respuesta óptima ante requerimientos financieros. Con relación a esto último, Roubini destaca otra diferencia respecto a crisis anteriores: las necesidades de financiamiento en moneda extranjera de las economías emergentes estuvieron más centradas en el sector privado (en particular el sector corporativo) debido a la acumulación de préstamos en moneda extranjera por parte de los bancos y no, como en otras experiencias, en el sector público.

LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES, EL FUTURO DEL DÓLAR Y EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL.

Hay consenso de que estos desajustes globales fueron uno de los factores que contribuyeron a que, en forma indirecta, se desencadenara la crisis. El exceso de ahorro en China, Asia y otros países emergentes, entre otros factores, contribuyeron a mantener bajas las tasas de largos plazos, incluso cuando la FED, en 2004, inició el retiro gradual del estímulo monetario. Ello llevó a que el apalancamiento financiero se prolongara por mayor tiempo. Roubini se pregunta si la caída reciente del déficit comercial de EE.UU. se debe sólo a factores cíclicos y si es posible que la recuperación de la economía traiga consigo nuevamente un aumento de las importaciones, así como también importantes desajustes. A ello se suma el hecho, aparentemente paradójico, de que los flujos de capitales han fluido desde las economías emergentes hacia las desarrolladas, en particular hacia EE.UU.

Asociado a lo anterior se plantea una pregunta que fue central durante el desarrollo de todo el seminario: las perspectivas del dólar como moneda de reserva. Roubini señaló que la caída del dólar, en caso ésta se produjera, ocurriría al menos en la próxima década o más. *Cualquier cambio, siempre y cuando*



Varias economías de América Latina aplicaron responsablemente políticas que les han permitido enfrentar en forma más adecuada la presente crisis.



se produzca, no va a ocurrir de la noche a la mañana, pero sin duda hay una creciente preocupación por el sistema financiero mundial, que está dominada por el dólar estadounidense y por países que sostienen muy grandes déficit de cuenta corriente y fiscales. Y estos países han sido objetos de una crisis económica muy importante. Una corrección de estos desbalances globales es un factor de riesgo para el crecimiento mundial y para el dólar.

El futuro del dólar, y su eventual desplazamiento por otras monedas o por los Derechos Especiales de Giro (DEG), fueron parte central de la discusión durante los dos días del seminario. Esta discusión, se enmarcó dentro de un tema más amplio: la reforma del sistema financiero internacional. Según Roubini, esta reforma no sólo abarcaría posibles cambios en las monedas que asumirían el rol de reserva de valor sino también la forma de gobierno de la política económica internacional, en la cual las economías emergentes deberían tener un rol creciente en línea con su mayor participación en la economía mundial. También incluyó discusiones sobre la reforma del sistema de supervisión y regulación de las instituciones financieras para evitar etapas de auge y posteriores periodos de crisis financiera. ■

A cumulación DE RESERVAS, desequilibrios globales y la “trampa del dólar”

CARLOS PEREYRA *

Reseña de la presentación del doctor Felipe Larraín,
profesor de la Universidad Católica de Chile.

* Especialista Senior en Economía Internacional del BCRP.

La presentación del doctor Larraín trató sobre la acumulación de reservas, los desequilibrios globales y la “trampa del dólar”. Sobre el primer tema, señaló que *existe un proceso muy claro de acumulación de reservas como seguro contra choques*. Como respuesta a la mayor volatilidad del producto, tanto en las economías avanzadas cuanto en las economías emergentes y en desarrollo, las reservas mundiales llegaron a US\$ 6,6 billones en el primer trimestre de 2009 (US\$ 2,5 billones en el primer grupo y US\$ 4,1 billones en el segundo). Es decir, las economías, sobre todo las economías emergentes, se han venido auto-asegurando contra choques exógenos. China mantiene alrededor de US\$ 2 billones en reservas (cerca de 30 por ciento de las reservas mundiales). Japón se aproxima a US\$ 1 billón y siguen Rusia, Taiwán, India, Corea y Singapur en una escala menor. (Gráfico 1).

¿Cuál es la alternativa a la acumulación de reservas? El doctor Larraín señala las líneas de crédito de las instituciones financieras internacionales; arreglos *swap* entre bancos centrales (hasta ahora llevados a cabo sobre una base “caso por caso”, de una manera no institucionalizada) y la propuesta de crear un fondo de países emergentes. Sin embargo, estos arreglos *no son sustitutos perfectos para las reservas*. Para un país es mejor, en términos de flexibilidad, mantener reservas que acceder a un fondo. Dicho acceso probablemente esté sujeto a cierta condicionalidad. También está el tema del riesgo moral (inherente a cualquier esquema de seguro), así como el problema de capitalizar un fondo con suficientes recursos para evitar su agotamiento en tiempos de crisis. En opinión del doctor Larraín, este tipo de arquitectura para países emergentes es difícil.

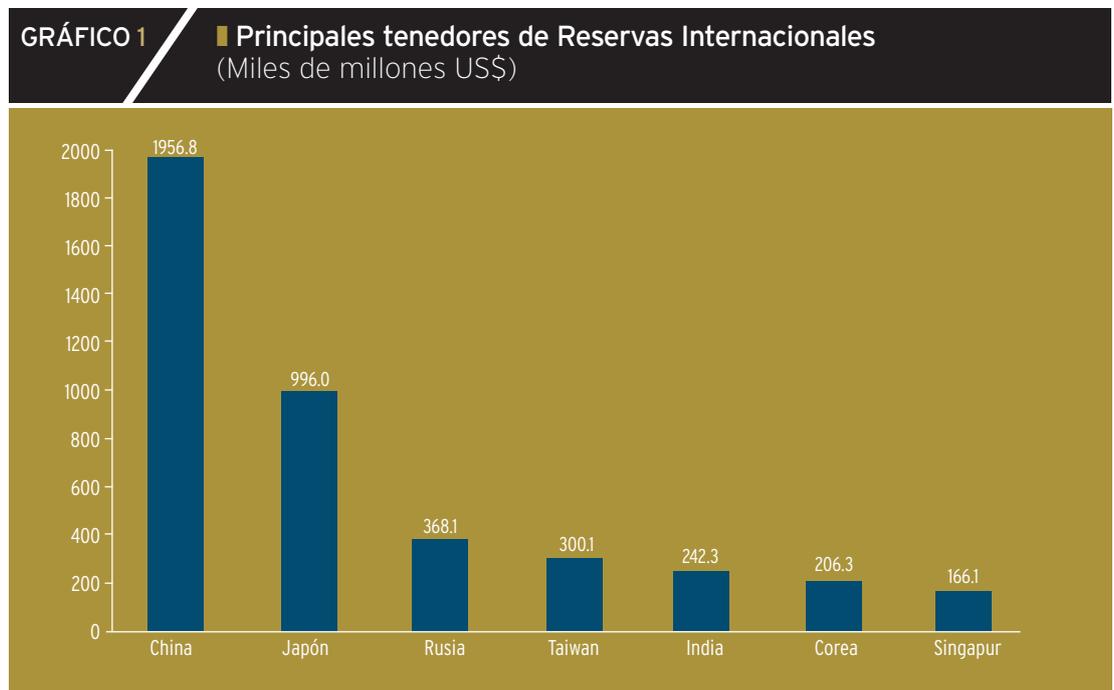
El segundo tema se refiere a los grandes desequilibrios globales, los cuales claramente constituyen una

amenaza para el sistema monetario internacional. Como resultado de la respuesta de política a la crisis, recientemente ha ocurrido una “explosión” de la base monetaria de los EE.UU. Ésta ha aumentado alrededor de 100 por ciento en los últimos doce meses, lo que ha generado preocupación entre los países que mantienen reservas en dólares, por el peligro de un aumento de la inflación en los EE.UU. y de una posible depreciación del dólar. Cabe plantear si, cuando la situación de la economía global se normalice, *la Reserva Federal de los EE.UU. tendrá la capacidad de retirar esta liquidez del mercado antes de que provoque inflación*. (Gráfico 2).

El problema no sólo está en el lado monetario, sino en el balance fiscal, que debe llegar a 12 por ciento del PBI en 2009 y a ocho por ciento el próximo año. El nivel de deuda pública bruta de EE.UU. se aproxima al 100 por ciento del PBI. (Gráfico 3).

Es cierto que hay casos que muestran que es posible mantener niveles altos de deuda pública (aproximadamente 200 por ciento en el Japón). Sin embargo, en EE.UU. la brecha en cuenta corriente (el “déficit gemelo” de la brecha fiscal), es la más grande del mundo (más de \$700 billones en 2008). Se ha señalado que los déficit y los superávit globales se han reducido significativamente en este año, pero *es prudente evitar un excesivo optimismo*. Puede tratarse simplemente de una bajada cíclica. Es decir, puede ser que cuando la situación retorne a la normalidad, las brechas recuperen los niveles previos a la crisis, en vez de mantenerse en los niveles de los últimos trimestres.

¿Cómo conservar las brechas multilaterales en niveles sostenibles? Los dos mecanismos principales deben ser rebalancear el crecimiento y realinear los tipos de cambio. Para lograr lo primero, los países deficitarios necesitan gastar y crecer menos. Los estimados no son



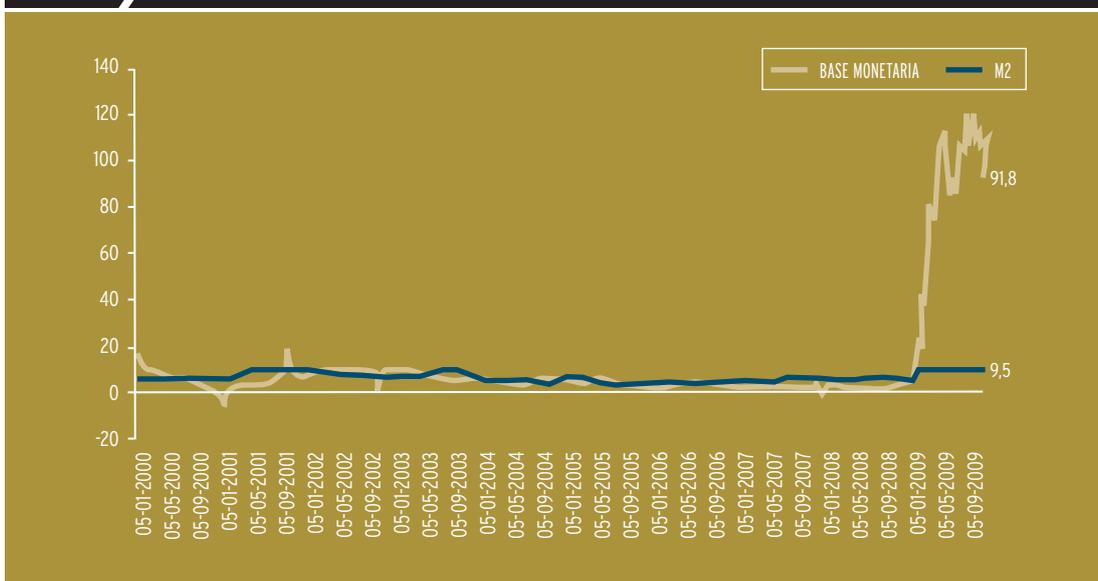
FUENTE: FMI

muy optimistas, porque para una reducción de uno por ciento en el crecimiento de un país, el déficit en cuenta corriente disminuye sólo en ¼ de punto porcentual, lo cual es muy bajo. Por lo tanto, *no basta con rebalancear el crecimiento, sino que se requiere un realineamiento cambiario*. La pregunta principal en este campo es contra quién se va a hacer ese *realineamiento*. El yuan se ha apreciado casi 18 por ciento entre junio de 2005 y agosto de 2008, pero desde entonces prácticamente no ha variado. El problema es que, sin bien el euro puede *realinearse*, el gran déficit no es contra Europa, sino que más del 60 por ciento proviene de los países del Asia, cuyas monedas son manejadas. (Gráfico 4).

El último punto trata sobre el presente y el futuro

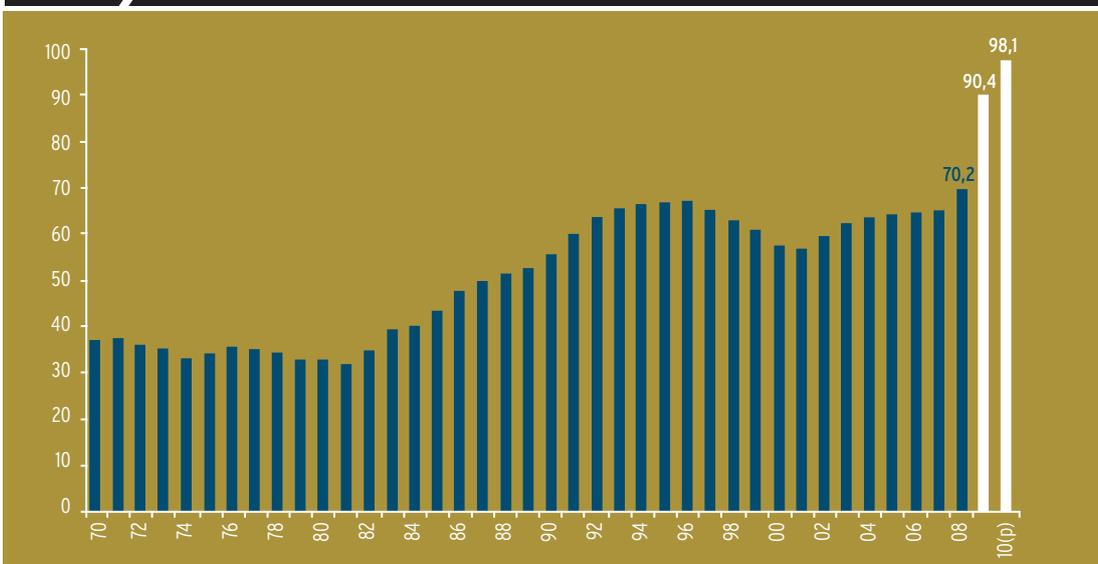
de las monedas de reserva en este contexto de incremento de reservas y desequilibrios globales. Es cierto que ha habido una cierta reducción en el peso del dólar entre las reservas internacionales pero, según información reciente (primer trimestre de este año), *todavía constituye el 65 por ciento del total*. (Gráfico 5). Es decir, el proceso es sumamente lento (en 2000 era 71 por ciento y en 2003 era 69,5 por ciento, es decir, un ritmo muy gradual). ¿Quién podría liderar el cambio? En opinión del doctor Larraín, entre las posibilidades disponibles (que incluyen el euro, el yen, el yuan y las monedas de los BRIC) *el DEG es el mejor candidato*. Éste tiene a su favor el hecho de ser *una moneda supranacional, no contaminada por las*

GRÁFICO 2 ■ Explosión de la base monetaria de EE.UU.
(Variación % anual, Mh al 24-06-2009, M2 al 15-06-2009)



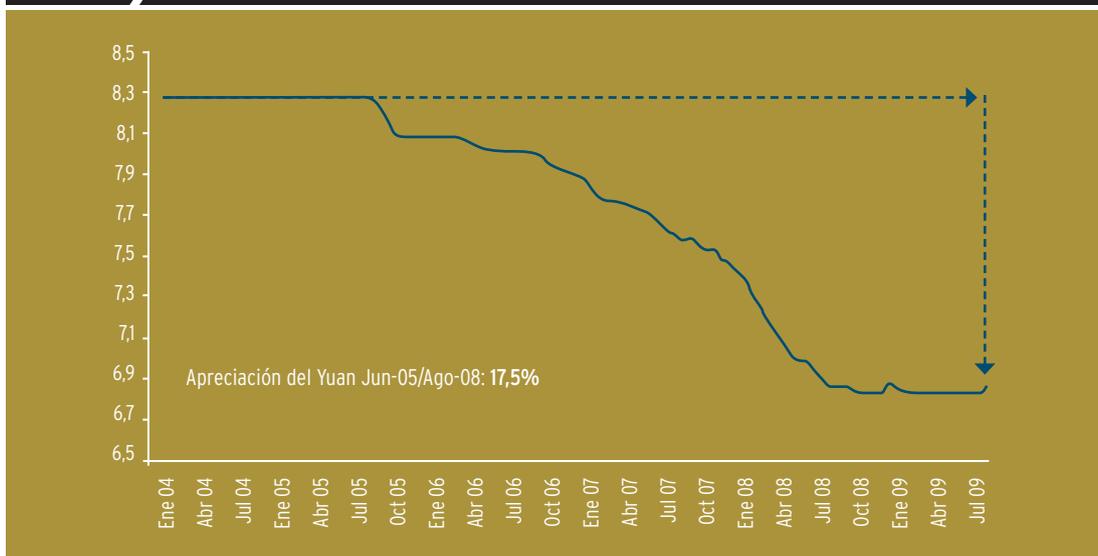
FUENTE: ST. LOUIS FED

GRÁFICO 3 ■ Deuda pública de EE.UU.
(% del PBI)



FUENTE: OFFICE OF MANAGEMENT AND BUDGET

GRÁFICO 4 ■ Tipo de cambio nominal: Yuan (Yuan/US\$)



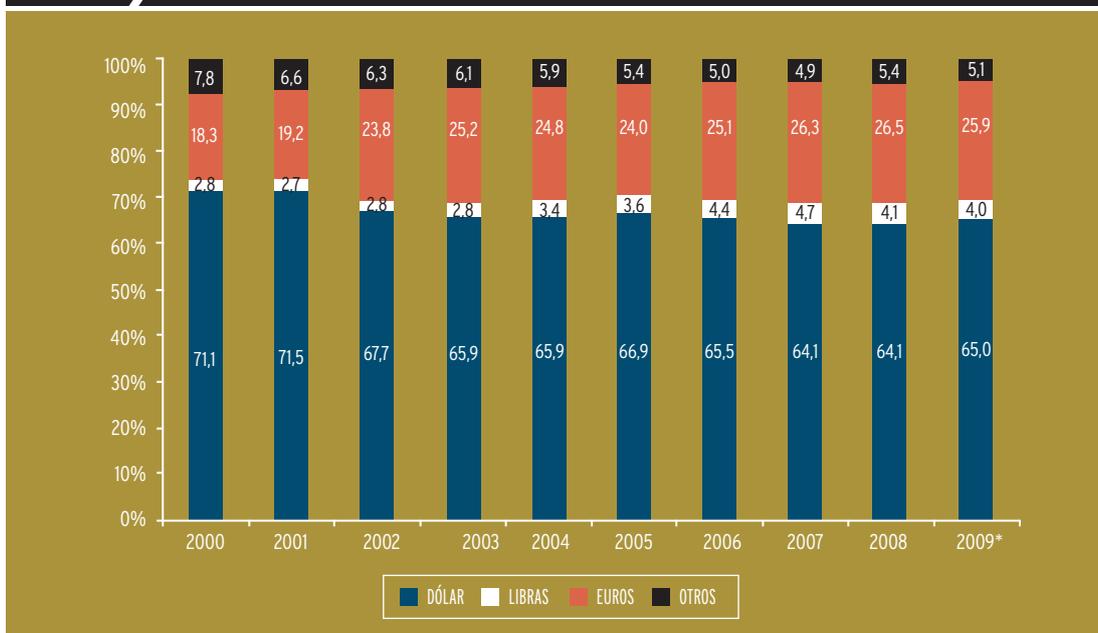
políticas locales de los países. Sin embargo, sería necesario promover activamente su uso, por ejemplo, mediante la creación de instrumentos financieros denominados en DEG, la fijación de los precios de los *commodities* en DEG, etc. Además, se requeriría una canasta de monedas más variada para determinar el valor del DEG.

El doctor Larraín también discutió propuestas para disciplinar no sólo a los países deficitarios, sino también a los superavitarios. Comentó que *existe una propuesta de impuesto para países con superávit crónico*. Es decir, en un sistema basado en el DEG, se debe ayudar a los países que experimenten una desacumu-

lación, pero hay que vigilar a quienes generen superávit. Por ello, se sugiere la posibilidad de cobrar un impuesto de hasta 50 por ciento de la acumulación de DEG por encima de cierto nivel, para distribuirlo entre los países que necesiten esos DEG.

Finalmente, el doctor Larraín prevé un escenario en el que *el dólar seguirá siendo la moneda principal de reserva, pero con creciente competencia*. Sin embargo el proceso será lento, en parte por los intereses de los países que conservan grandes cantidades de reservas en dólares. ■

GRÁFICO 5 ■ Monedas de reserva (Composición internacional)



*DATOS PARA EL PRIMER TRIMESTRE
FUENTE: FMI

La respuesta de los bancos centrales A LA CRISIS HA sido muy buena

JORDI GALÍ *

El destacado economista Jordi Galí visitó Lima invitado por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) y el Banco Central de Reserva del Perú, para compartir experiencias en materia de política monetaria. La revista Moneda conversó con él sobre las señales del fin de la crisis internacional, las lecciones aprendidas y lo que le espera al mundo y a la ciencia económica.

* Doctor en Economía del Massachusetts Institute of Technology (MIT); actualmente es director del Centro de Investigación de Economía Internacional en España; ha sido profesor de economía de la Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia, profesor de la Universidad de Nueva York y de la Universidad de Pompeu Fabra. Ha publicado múltiples investigaciones sobre macroeconomía, política monetaria, inflación, tasas de interés, entre otras. Asimismo, ha sido galardonado con reconocimientos como el Premio de Economía de la Sociedad Catalana, Premio Rey Jaime I de Economía, entre otros.

Profesor, queremos empezar con el tema de la crisis internacional. ¿Cómo la percibe, podemos decir que estamos tocando fondo, se ha estabilizado el mundo?

Siempre es arriesgado hacer pronósticos de este tipo, pero yo diría que actualmente tenemos indicadores que sugieren que se ha tocado fondo por lo menos en algunos países claves para iniciar la recuperación. Pero, sin duda, ha sido una crisis muy importante, la más importante del período de la post-guerra en términos de pérdidas acumuladas de producción, empleo, etc. Lo más significativo es que es una crisis que hubiera podido ser peor. Aún más, en un momento dado, si no hubiera habido una respuesta masiva de política económica coordinada a nivel global, nos podríamos haber encontrado con una nueva Gran Depresión, pero afortunadamente no ha sido así.

En ese ámbito muchos destacan la labor de los bancos centrales en el sentido de actuar en el momento oportuno. ¿Cómo evalúa ese tema?

Yo creo que las respuestas de los bancos centrales, en términos generales, ha sido muy buena. Seguramente, dada la situación extraordinaria, deben haber cometido algunos errores o tomado decisiones que no han sido tan efectivas como se esperaba, considerando la gravedad de la situación; pero repito, en términos generales, los bancos coordinaron y hay que reconocer la creatividad que han tenido muchos de los bancos centrales a la hora de crear nuevos instrumentos para hacer frente a una situación totalmente nueva.

Usted acaba de mencionar que se pudieron detectar algunos errores. ¿A qué aspectos se refiere en particular?

Pensaba en situaciones que en su día fueron diría, esperpénticas, como la que se produjo en los momentos más dramáticos de la crisis con la caída de Lehman Brothers, o las decisiones que de forma autónoma, no coordinada, tomaron algunos bancos centrales respecto a las garantías de depósito que cada país extendió a sus depositantes, en una situación muy clara de riesgo de pánico bancario. Obviamente, una respuesta no coordinada para un tema tan delicado como éste, generaba una situación de posible competencia desleal que podía llevar a desplazamientos de capitales masivos de los bancos de un país a un banco de otro, en el que el gobierno hubiera decidido, por ejemplo, garantizar todos los depósitos. Esto fue transitorio y eventualmente hubo una solución más coordinada. Han habido algunas medidas de política económica que no han tenido el impacto deseado. Un programa que

aprobó el Congreso de Estados Unidos después de una situación de excepción muy fuerte y que originalmente tenía como objetivo la adquisición de activos tóxicos que estaban en manos de las instituciones financieras de los Estados Unidos, es otro ejemplo. Este dinero acabó siendo utilizado de manera distinta a la que originalmente estaba prevista y todo ello ha dado una sensación de improvisación; pero tratándose de una situación realmente inédita y crítica, es razonable que se produzcan cosas como estas.

En general, ¿la evolución de las medidas globales de política económica han sido netamente positivas?

Yo diría que sí, tanto en el campo monetario como en el campo de la política fiscal.

Se comenta que las medidas de inyección de liquidez que tomaron los bancos centrales, podrían ser un factor desencadenante de una inflación futura. ¿Hay ese riesgo?

Yo creo que no. Supongo que esta percepción proviene de la asociación inmediata que se hace de aumento de la cantidad de dinero en circulación, es decir, una mayor liquidez, con el crecimiento de los precios. Es importante enfatizar que si bien es cierto que los bancos centrales, a través de todos estos programas de creación de liquidez, han aumentado el tamaño de sus balances de forma notable, se llegó a incrementos de 100 por ciento o más de su base monetaria, esto no se ha reflejado en un aumento descomunal o desproporcionado de la oferta



**Afortunadamente,
hubo una respuesta
coordinada y global
de política
económica**





GALÍ.

Sobre la crisis, cautamente señala que se ha tocado fondo en países claves.

monetaria. Sencillamente, la oferta monetaria en la mayor parte de los países, por lo menos en los países industrializados, ha seguido creciendo a tasas parecidas a las que había estado haciéndolo, lo que es consistente con un crecimiento estable, normal de los precios y de la actividad económica. Este aumento muy fuerte de la base monetaria, de los balances y de las operaciones por parte de los bancos centrales, ha tenido como objeto, entre otros, evitar que se produjera una contracción de la oferta monetaria debido a una contracción de los balances de la banca privada, lo que se ha logrado. No se ha incurrido en el error cometido durante la Gran Depresión, en el que los bancos centrales mantuvieron una actitud pasiva ante la crisis en el sector financiero y en el sector privado, con lo que la contracción monetaria efectiva no hizo más que contribuir a la persistencia de la Gran Depresión.

**¿Cómo podría encaminarse la recuperación?
¿Sería una V, una W o una U?**

Yo siempre me quedo bastante sorprendido con la capacidad que tienen algunos analistas para hacer predicciones tan precisas, incluso para asociarlas con la forma de las letras del abecedario. No me arriesgaría a hacer ninguna predicción de este tipo. Yo creo que hay indicadores. Prefiero seguir la coyuntura en cada momento. Ahí tenemos indicadores claros de que la caída de la actividad económica se está desacelerando, éste era el primer paso hacia la recuperación y eso es ahora lo que cabe esperar; que haya primero indicadores sólidos, no basados solamente en encuestas o predicciones que puedan hacer ciertos analistas, sino que hayan indicadores sólidos de crecimiento del PBI y

otras variables macroeconómicas, especialmente, el consumo y, eventualmente, la inversión productiva.

Y esta crisis ¿qué lecciones principales nos deja en cuanto, por ejemplo, al manejo de política monetaria?

Supongo que muchas. Una de ellas es el riesgo, que muchos consideraban menor, de mantener tasas de inflación medias muy bajas, las que pueden llevar —como se ha visto en muchos países— a situaciones en las que el banco central no puede reducir las tasas de interés nominal porque hay un límite inferior de cero. Entonces, quizás esto es un tema tabú, pero algunos países —y estoy pensando concretamente en el caso de la zona euro—, quizás, deberían replantear sus objetivos de inflación y ajustarlos un poco al alza. Esto podría ser una lección, pero hay que pensarla bien, porque no hay que tomar decisiones erráticas, ni dar marcha atrás. La lección principal no atañe tanto a la autoridad monetaria sino a las instituciones responsables de la regulación y supervisión del sistema financiero. Estas son las lecciones que se van a aprender, sobre todo en el sentido de desarrollar instrumentos que puedan utilizarse de forma activa y con carácter contracíclico y que eviten situaciones de riesgos sistémicos como los acontecidos. Hay otros aspectos relacionados con la política monetaria que son más controvertidos. Por ejemplo, ¿en qué medida esta política debería responder a variaciones en el precio de los activos? En realidad las autoridades monetarias no deberían centrarse tanto en la inflación y en alguna otra variable económica, sino que también deberían preocuparse por el comportamiento de los mercados,

muy vinculado con la estabilidad financiera y el valor de los activos. Yo creo que, en el margen, puede haber un ajuste del comportamiento de las autoridades monetarias, en la medida en que la regulación financiera mejore y se eviten situaciones de burbujas especulativas, asociadas con crecimiento del crédito desproporcionado. Pero esperemos que no sea necesario, por parte de los bancos centrales, el tener que preocuparse por temas que no son específicamente los que les competen y que de alguna manera podrían, incluso, desviar la atención sobre sus objetivos centrales y dificultar la comunicación de sus estrategias de política.

Y en el campo académico ¿cuál es el reto para los economistas?

El reto, asociado a la crisis, es en primer lugar, repensar algunos de nuestros modelos e incorporar elementos que se han mostrado centrales en este episodio y que actualmente no se encuentran presentes. Incluso modelos como los que utilizan muchos bancos centrales a la hora de analizar políticas monetarias alternativas o hacer predicciones, modelos que no tienen relación con el sector financiero y, concretamente, con los intermediarios financieros. Estos intermediarios financieros, con todas las restricciones con las que trabajan y con los incentivos que los mueven, claramente deben estar presentes en cualquier modelo que intente explicar lo que ha sucedido.

En ese sentido ¿la ciencia económica evolucionará hacia modelos más sofisticados y, por lo tanto, al uso de más variables?

Yo creo que la ciencia económica avanza por senderos paralelos, simultáneos. Por una parte, hay un esfuerzo que es quizás más visible en instituciones como bancos centrales o el FMI, encaminadas a la construcción de modelos relativamente grandes, realistas, donde pueden ser llevados los datos y que, sin duda, pueden incorporar todos los elementos que en un momento dado sean considerados significativos. Por otro lado, hay otro campo, el de la actividad académica, con el que me identifiqué más, en el que uno no intenta construir un gran modelo que incorpore todos los elementos, sino modelos muy sencillos que pueden ser útiles desde un punto de vista pedagógico para explicar y transmitir la importancia de mecanismos o fenómenos que han sido ignorados, pero que resultan significativos en un momento.

Se comentó bastante la posibilidad de que el dólar tienda a debilitarse, ¿qué opinión le merece?

En consistencia con lo que he comentado antes, la posibilidad de que el dólar tienda a depreciarse me parece tan factible como la posibilidad de que el dólar tienda a apreciarse. Lo que puedo opinar es que no son deseables las situaciones en las que los tipos de cambio experimentan fluctuaciones excesivamente altas. Durante la última década y, al margen de problemas de algunos países, no hemos visto tales situaciones dramáticas de fluctuaciones en el tipo de cambio. Han habido fluctuaciones persistentes, pero han sido relativamente suaves. No veo en el horizonte un escenario muy probable en el que el dólar se deprecie desproporcionadamente o que no esté justificado por los fundamentos.

Finalmente, atendiendo a su experiencia como docente, ¿qué recomendaría a los economistas que están iniciándose en esta carrera?

Creo que los mejores economistas que ha dado el mundo durante el siglo pasado, son los que se formaron durante la Gran Depresión. Se podría decir que los jóvenes economistas que se están formando actualmente y han experimentado la crisis financiera internacional que estamos viviendo, tienen un cierto privilegio, porque supone un estímulo intelectual impresionante que difícilmente hubieran tenido durante las dos últimas décadas, sobre todo en los países industrializados, porque ha sido un período de estabilidad muy fuerte y una persona con ganas de estímulos importantes quizás no se hubiera sentido muy atraído por la economía. Entonces, creo que una consecuencia buena de la crisis es que va a generar buenos economistas. ■



**Tenemos indicadores
claros de que la
caída de la actividad
económica se está
desacelerando**



P

olítica MONETARIA

en períodos de turbulencia financiera

PAUL CASTILLO BARDÁLEZ *

Recientemente se ha puesto en discusión la secuencia en el uso de los instrumentos de política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP.

Este artículo analiza la respuesta de política monetaria del BCRP frente a la crisis financiera internacional, en particular, la racionalidad de la secuencia en el uso de sus instrumentos y su impacto en las condiciones monetarias y crediticias, y muestra que la política monetaria fue efectiva en aminorar el impacto de la mayor crisis internacional desde 1929 sobre el sistema financiero local.

Un primer aspecto que se debe resaltar, es la oportunidad con la que actuó el BCRP frente a la crisis financiera internacional. Días después que se produjo la quiebra de Lehman Brothers, el BCRP redujo las tasas de encaje en moneda extranjera, y semanas después, las de encaje en moneda nacional. Asimismo, incrementó el volumen y plazo de sus operaciones de inyección de liquidez. Estas acciones fueron efectivas para reducir la volatilidad de los mercados de dinero y cambiario, lo que evitó que el deterioro de las condiciones crediticias externas afectara severamente al sistema financiero local.

Un segundo aspecto es la secuencia en el uso de sus instrumentos. Primero, inyección de liquidez en moneda nacional y extranjera con el objetivo de estabilizar los mercados de dinero y cambiario. Luego, cuando se logró este primer cometido, reducciones sucesivas en la tasa de referencia desde 6,5 por ciento en enero de 2009 hasta 1,25 por ciento en la actualidad, para amortiguar el impacto de la crisis financiera internacional en la demanda agregada, sin descuidar el control de la inflación. Esta secuencia fue fundamental para la efectividad de la política monetaria.

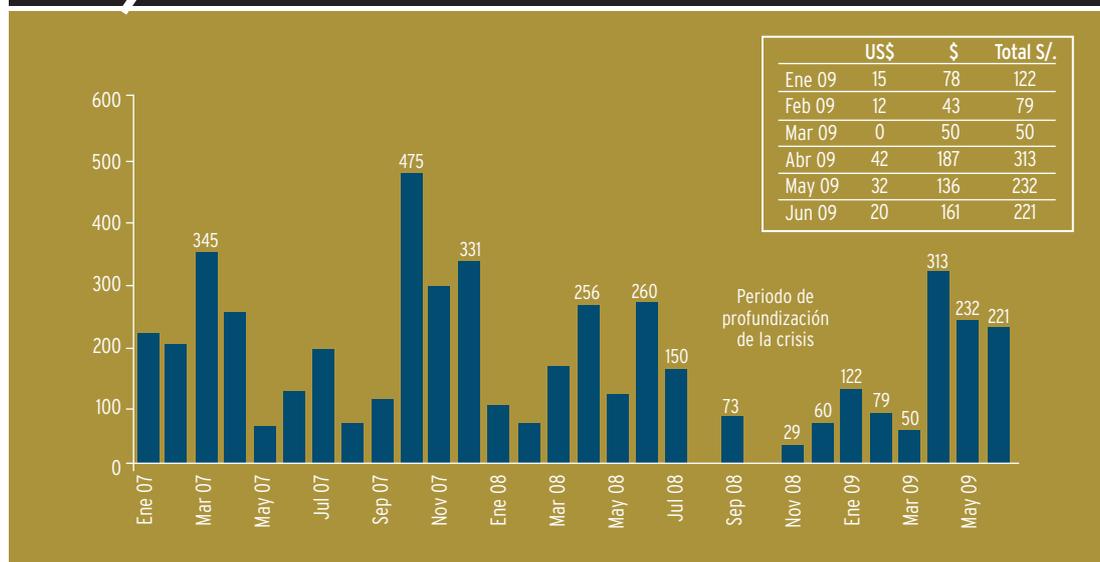
Si se analizan con detenimiento las condiciones de los mercados monetarios y cambiarios entre

octubre 2008 y febrero 2009, se puede observar que existieron fuertes desequilibrios entre oferta y demanda que potencialmente, de no haber intervenido oportunamente el BCRP, habrían generado importantes presiones al alza en las tasas de interés y el tipo de cambio, con efectos negativos en la estabilidad del sistema financiero y en la posición financiera de las empresas. Por un lado, el deterioro de las condiciones crediticias externas en setiembre de 2008, se tradujo en un incremento importante en la demanda por liquidez tanto en moneda nacional cuanto en moneda extranjera. Por otro, los inversionistas institucionales locales, redujeron drásticamente el plazo de sus depósitos en el sistema financiero, lo que presionó sobre la disponibilidad de liquidez de los bancos y generó desvíos transitorios de la tasa interbancaria respecto a la tasa de referencia e incrementó las tasas activas preferenciales.

Este cambio de portafolio de activos en moneda doméstica de largo plazo hacia aquellos de corto plazo, también empujó la curva de rendimiento de los bonos soberanos, lo que encareció transitoriamente el financiamiento a largo plazo del sector privado vía el mercado de capitales. El impacto inicial fue tal que durante el mes de octubre, no se observaron emisiones de bonos privados en el mercado. (Gráfico 1).

Simultáneamente, se elevó fuertemente la demanda por moneda extranjera, tanto de inversionistas locales como extranjeros, lo que generó una fuerte presión al alza en el tipo de cambio. Como se ilustra en el gráfico 2, entre setiembre 2008 y febrero 2009, la posición de cambio de los bancos se incrementó en US\$ 1 261 millones, la demanda del público, particularmente

GRÁFICO 1 ■ Emisión de bonos por oferta pública de empresas no financieras* (en millones en nuevos soles)



* LAS EMISIONES EN DÓLARES SE VALORIZAN AL TIPO DE CAMBIO CONSTANTE DE S/ 3,0 POR DÓLAR.
FUENTE: NOTA SEMANAL, BCRP.

de inversionistas institucionales, se incrementó en US\$ 966 millones, y de agentes no residentes en US\$ 1 872. Una evolución similar se observó en el mercado forward, en el que la demanda por moneda extranjera se incrementó en US\$ 2 844 millones. En total el Banco Central enfrentó una presión cambiaria al alza de US\$ 6 943 millones.

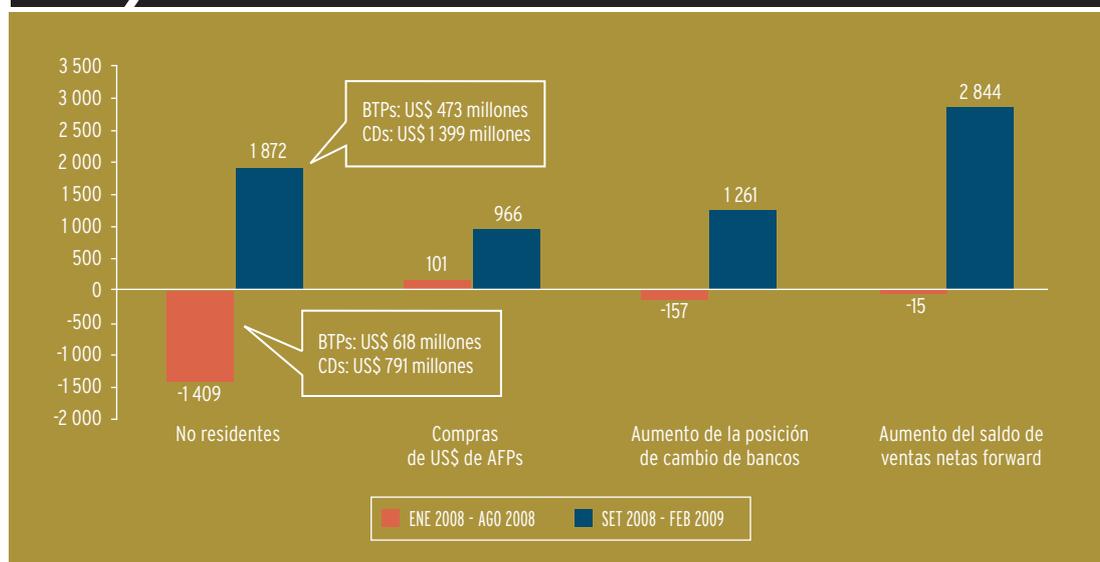
En ese contexto, de incertidumbre y de rebalances de portafolio, era fundamental que el BCRP restaure la confianza de los participantes de mercado de tal manera que no se afectaran las condiciones crediticias, esto es que la incertidumbre en los mercados de dinero y cambiario, no se traslade a la oferta de crédito y las tasas de interés activas del sistema financiero. Para ello, las acciones de política monetaria se orientaron a corregir los desequilibrios observados en cada uno de los mercados afectados.

En primer lugar, con la finalidad de inyectar liquidez tanto en moneda nacional cuanto en moneda extranjera, se redujeron las tasas de encaje marginal en moneda nacional de niveles de 25 a 6 por ciento, y en moneda extranjera de 49 a 30 por ciento. Asimismo, se incrementó el plazo de las operaciones de reporte del BCRP hasta un año y se realizaron operaciones *swaps* en moneda extranjera. Con estas operaciones se inyectó liquidez por un total de S/. 24 458 millones de soles, y se logró revertir progresivamente el incremento en el *spread* de las tasas de corto plazo y restaurar el fondeo de mayor plazo en los bancos¹. Igualmente, el BCRP

recompró sus propios CDBCRP en el mercado secundario y participó con propuestas de compra de bonos del tesoro a varios plazos, con la finalidad de darle más liquidez a estos mercados y con ello revertir el empinamiento de la curva de rendimiento. Asimismo, con la finalidad de enfrentar las presiones en el mercado cambiario, el BCRP vendió moneda extranjera por un total de US\$ 6 847 millones y colocó Certificados de Depósito Reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP) por US\$ 3 243 millones. Esta inyección de moneda extranjera fue efectiva para contener una potencial depreciación abrupta en el tipo de cambio.

Lo que el BCRP no hizo durante este periodo fue reducir la tasa de referencia. En este contexto, una rápida reducción en la tasa de referencia del BCRP no hubiera contribuido a estabilizar el mercado monetario y cambiario. Por el contrario, hubiera generado mayores presiones depreciatorias, afectando negativamente la posición financiera de empresas y familias con deudas en moneda extranjera. La tasa de referencia afecta la evolución del tipo de cambio, principalmente a través del mercado *forward*, debido a que una reducción de esta tasa abarata la especulación en contra de la moneda local, por lo que se incrementa la demanda por dólares a futuro. Esto a su vez eleva la demanda por dólares en el mercado *spot* de los bancos que buscan cubrir las posiciones que se generan en el mercado *forward*. Este efecto es mayor en periodos de turbulencia financiera².

GRÁFICO 2 ■ Mercado cambiario: Movimientos de portafolio



¹ Para un análisis detallado de la respuesta de política monetaria entre setiembre 2008 y febrero 2009, y de los instrumentos de política monetaria utilizados, ver: Contreras, León y Quispe, "La Crisis Global 2007-2009 y la Política Monetaria del Banco Central de Reserva del Perú", revista Moneda 139, 2009.

² De acuerdo con Humala (2006), DT 2006-002, BCRP, en periodos de turbulencia financiera, reducciones en la tasa de referencia generan mayores presiones depreciatorias en la moneda local.

CUADRO 1 ■ Operaciones de inyección monetaria
(en millones de nuevos soles)

| | SalDOS | | Flujo (b) - (a) |
|------------------------|------------|--------------|-----------------|
| | Ago-08 (a) | Abril-09 (b) | |
| Total | -39 002 | -14 544 | 24 458 |
| Repo | | 7 877 | 7 877 |
| CDs BCRP ^{1/} | -34 024 | -19 750 | 14 275 |
| Swap | | 0 | 0 |
| Encaje | -4 978 | 2 307 | 2 307 |

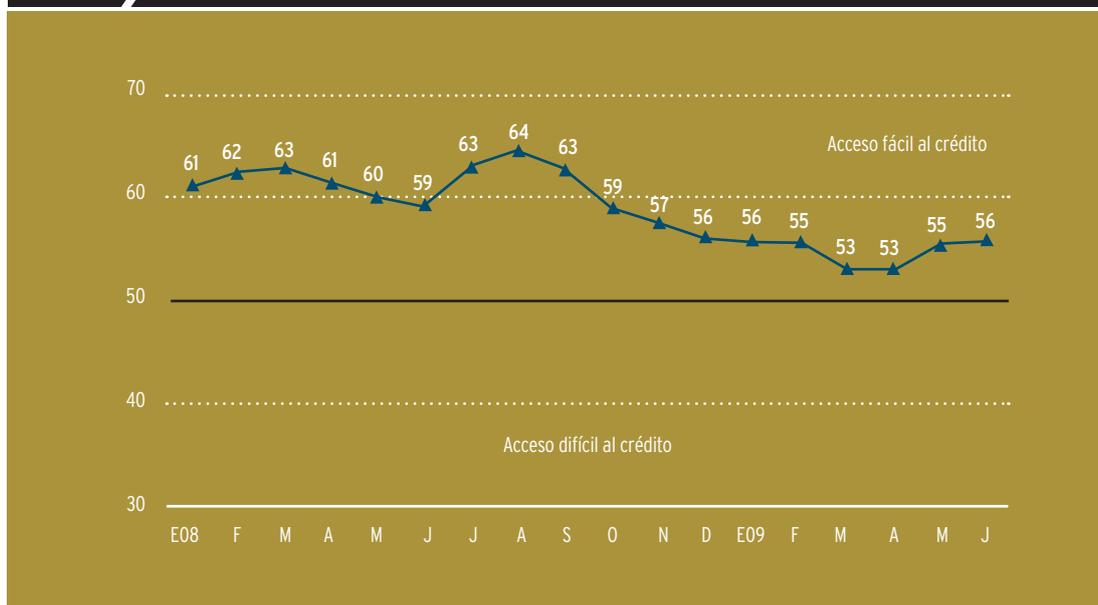
^{1/} INCLUYE LOS CD BCRP, CD BCRP-NR Y CDR BCRP.

El otro aspecto a tener en cuenta es que cuando los mercados de dinero se encuentran volátiles, como en el periodo setiembre 2008 - febrero 2009, el efecto traspaso de la tasa de referencia hacia el resto de tasas disminuye debido a que los bancos enfrentan una mayor incertidumbre sobre su costo de fondeo. Por ejemplo, si la reducción de la tasa de referencia genera una mayor preferencia por moneda extranjera en los inversionistas institucionales, que los lleva a comprar dólares y liquidar sus depósitos en los bancos, la prima por liquidez en moneda nacional en el mercado interbancario puede incluso ser mayor que antes de la reducción de la tasa de referencia, con lo que los bancos terminarían pagando un costo de fondeo mayor a pesar de una menor tasa de referencia. Resulta esencial, por lo tanto, para garantizar la efectividad de la reducción de la tasa de referencia, que ésta se produzca cuando los mercados de dinero y cambiarios se encuentran estabilizados.

Igualmente importante para la efectividad de la política monetaria es mantener las expectativas de la inflación ancladas. Para ello fue fundamental que el BCRP conserve su posición de política hasta que las expectativas de inflación muestren un punto de inflexión. Una reducción drástica de la tasa de referencia, en un contexto de crecientes expectativas de inflación, hubiera puesto en riesgo la estabilidad monetaria.

En última instancia, la efectividad de las acciones de política monetaria debe medirse por la evolución de las condiciones monetarias y crediticias. Como se muestra en el gráfico 3, de acuerdo con la encuesta de expectativas a un grupo de 350 empresas del sector real, el acceso al crédito se ha mantenido en el tramo fácil aún durante el periodo de mayor estrés en el sistema financiero, octubre 2008 – febrero 2009, evidenciando la efectividad de las acciones de política monetaria y, a partir de abril, viene mostrando una continua mejora.

GRÁFICO 3 ■ Índice de acceso al crédito



FUENTE: ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS, BCRP, JUNIO 2009

Esta mejora en las condiciones crediticias se ha traducido en una importante reducción de las principales tasas de interés del sistema financiero, en particular de las tasas de preferenciales activas y pasivas, y de las tasas de los bonos de gobierno. Tal como se observa en el gráfico 4, las tasas preferenciales se han reducido alrededor de 350 puntos básicos. En el caso de las tasas de préstamos comerciales, la reducción se ha ubicado entre 100 y 150 pbs.

Un aspecto importante a resaltar es que las tasas de interés, en particular las tasas preferenciales y las de los bonos de gobierno, comenzaron a disminuir antes de la reducción de las tasas de referencia, a partir de noviembre de 2008, en respuesta a las acciones de inyección de liquidez del Banco Central.

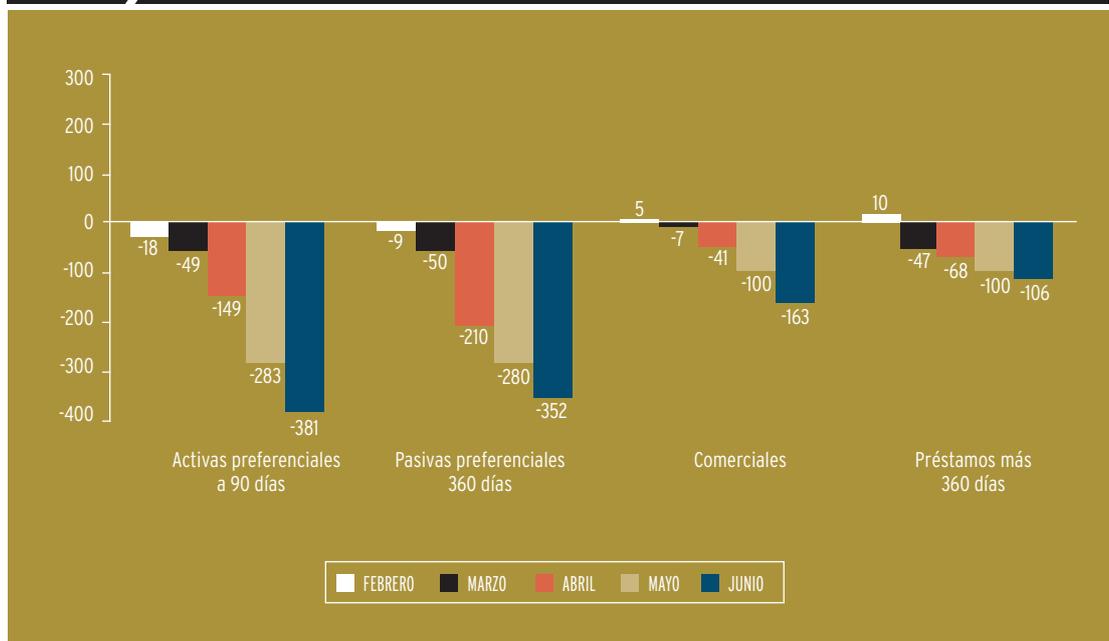
Asimismo, estas acciones de política monetaria, han permitido que los flujos de crédito al sector privado se mantengan en niveles promedio de S/. 1 281 millones entre setiembre 2008 y mayo 2009, niveles cercanos a los observados en el periodo previo a la crisis. Igualmente, la estabilidad de los mercados de dinero y de capitales está favoreciendo una rápida recuperación del dinamismo del mercado de bonos privados que, en los últimos meses, ha mostrado volúmenes de emisiones similares a los observados en el periodo pre-crisis. No sólo estos volúmenes se han incrementado, sino que su costo se ha reducido en línea con la disminución de las tasas de los bonos soberanos.

Ex post resulta claro que la estabilidad en los mercados monetarios y cambiarios alcanzada en respuesta a las acciones de inyección de liquidez del BCRP, ha permitido al Banco Central una

La secuencia en el uso de sus instrumentos fue fundamental en la efectividad de la política monetaria

reducción importante en la tasa de referencia del mercado monetario, que se está transmitiendo –rápida y efectivamente– al resto de tasas de interés, y con ello, está contribuyendo a mejorar las condiciones crediticias. De esta manera, el BCRP está efectivamente desarrollando una política monetaria contracíclica, algo que no ha sido posible de implementar en periodos de crisis anteriores. Este hecho que puede pasar desapercibido tiene enorme importancia para la sostenibilidad del crecimiento y la demanda agregada en el corto plazo, y debería ser resaltado con mayor frecuencia en la discusión de política económica. ■

GRÁFICO 4 ■ Disminución acumulada de las tasas de interés (variación febrero-junio 2009, en puntos básicos)



Efecto de las decisiones de política monetaria sobre las tasas de LOS BANCOS COMERCIALES

DONITA RODRÍGUEZ*

¿A qué se deben los cambios en las tasas de
interés de depósitos y préstamos bancarios?

* Especialista en Modelos Macroeconómicos del BCRP.

Los cambios en las tasas de interés obedecen, en buena cuenta, a las decisiones que el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) toma respecto al nivel de la tasa de referencia de política monetaria. Esta transmisión es conocida en la literatura como “efecto traspaso de la tasa de interés”.

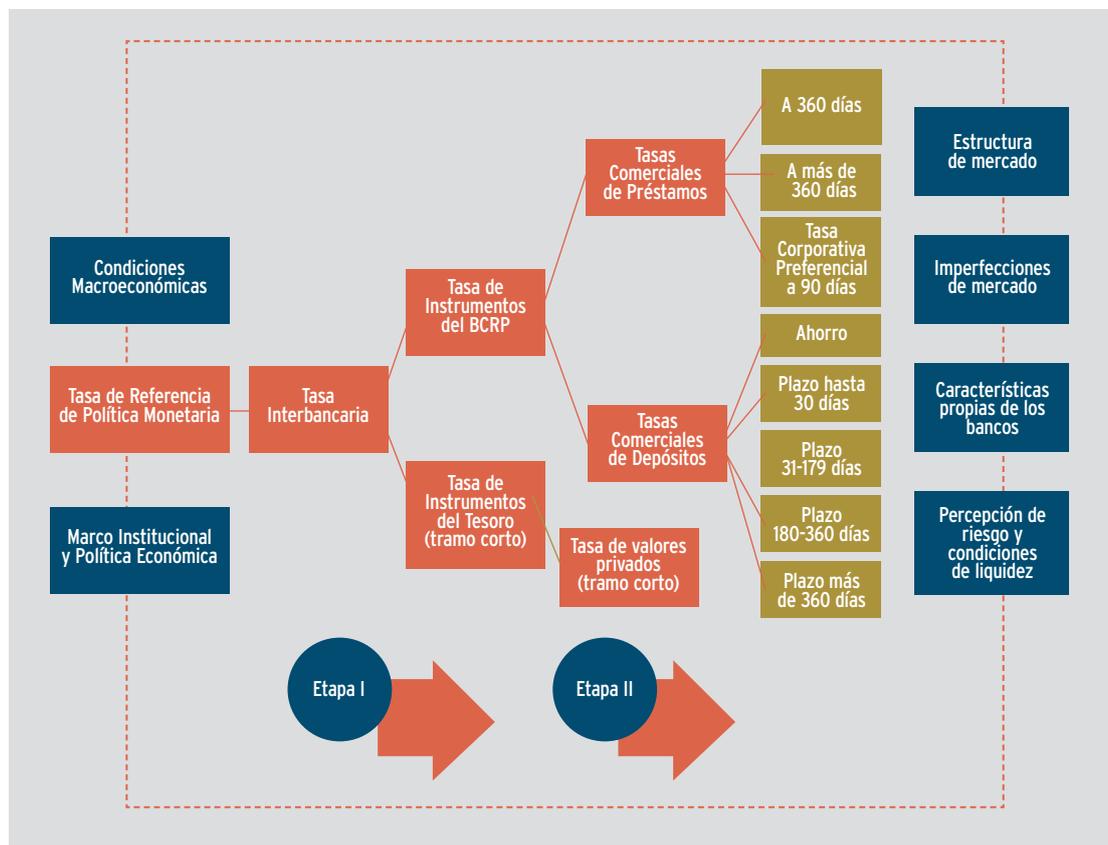
En términos de análisis de política monetaria es importante conocer tanto la magnitud como la velocidad del efecto traspaso. Esto permite analizar cuán efectiva es la política monetaria para afectar las condiciones crediticias, que son las que finalmente influyen en las decisiones de gasto de las empresas y familias y, por tanto, en la actividad económica y la inflación. Desde la perspectiva de la autoridad monetaria, estimar el grado y tiempo que demoran en trasladarse las acciones de política monetaria es crucial para evaluar con qué anticipación y qué tan restrictiva (expansiva) debe ser su política monetaria para cumplir con su objetivo de mantener la inflación en el rango meta.

El efecto traspaso comprende dos etapas¹. En la primera etapa, los movimientos en la tasa de referencia impactan sobre la tasa interbancaria, que es la que se cobra por las operaciones de préstamos entre las entidades bancarias, la cual tiene efecto sobre las tasas de instrumentos para colocar o retirar liquidez de corto plazo del BCRP² y las del Tesoro Público³. En la segunda etapa, los cambios en las tasas de corto plazo se trasladan hacia las tasas de más largo plazo, como las de préstamos y de depósitos de los bancos.

Idealmente el impacto de la tasa de interés hacia el resto de tasas del sistema financiero debería ser completo⁴. Sin embargo, usualmente este efecto traspaso es incompleto debido a que el impacto en las tasas de largo plazo es más lento y menor que el ajuste en la tasa de referencia.

La evidencia empírica sugiere que el efecto depende, entre otros factores, de la competencia entre las instituciones bancarias y de la estrategia de la política monetaria. Cuando el BCRP utiliza como

GRÁFICO 1 ■ Efecto traspaso de la tasa de interés



ELABORACIÓN: PROPIA.

¹ Para un mayor detalle se puede consultar a Égert y otros (2007).

² Estos instrumentos comprenden, por ejemplo, la subasta de Certificados de Depósitos del BCRP o la compra temporal con compromiso de recompra de valores emitidos por el BCRP y de bonos del Tesoro Público entre las entidades financieras para plazos cortos.

³ Esto puede comprender bonos o letras del Tesoro Público.

⁴ Es decir, si el cambio en las tasas de depósitos y préstamos responde en la misma proporción que el cambio en la tasa de referencia o de política monetaria.

⁵ Se encuentra evidencia de un efecto traspaso incompleto estimado para Chile (Espinosa-Vega y Rebutti, 2003), Tailandia (Disyatat y Vongsinsirikul, 2003) y la Euro zona (De Bondt, 2002).

CUADRO 1 ■ Efecto estimado del traspaso de la tasa de interés

| | IMPACTOS (en puntos porcentuales) | | | DURACIÓN MEDIA DEL IMPACTO (en meses) | | |
|-------------------------------------|--------------------------------------|---------------|---------------|--|---------------|---------------|
| | Abr.95-Ene.01 | Feb.01-Mar.03 | Feb.01-May.09 | Abr.95-Ene.01 | Feb.01-Mar.03 | Feb.01-May.09 |
| Tasas de Interés | | | | | | |
| Préstamos | | | | | | |
| A 360 días | 0.11 | 0.46 | 0.56 | 4.6 | 4.6 | 2.1 |
| A más de 360 días | 0.61 | 0.61 | 0.64 | 9.1 | 9.1 | 8.3 |
| Preferencial corporativa a 90 días* | n.d. | n.d. | 1.00 | n.d. | n.d. | 0.6 |
| Depósitos | | | | | | |
| Ahorro | 0.04 | 0.25 | 0.46 | 0.3 | 1.5 | 3.1 |
| Plazo hasta 30 días | 0.18 | 0.61 | 0.82 | 0.0 | 0.6 | 1.1 |
| Plazo 31-179 días | 0.06 | 0.44 | 0.78 | 0.2 | 2.3 | 3.0 |
| Plazo 180-360 días | 0.21 | 0.21 | 0.67 | 3.0 | 3.0 | 3.7 |
| Plazo más de 360 días | 0.13 | 0.13 | 0.48 | 6.0 | 6.0 | 6.3 |

* ESTA SERIE SE ENCUENTRA DISPONIBLE A PARTIR DE OCTUBRE DE 2000. POR ENDE, n.d., INDICA QUE LA INFORMACIÓN NO SE ENCUENTRA DISPONIBLE. POR ELLO, LA ESTIMACIÓN DEL EFECTO TRASPASO PARA ESTA TASA TOMA EN CUENTA EL PERIODO FEBRERO 2001 -MAYO 2009.

ELABORACIÓN: PROPIA. PRESENTADO EN EL REPORTE DE INFLACIÓN DE JUNIO DE 2009

instrumento operativo la tasa de interés de corto plazo el efecto traspaso es más alto que cuando se utiliza la cantidad de agregados monetarios⁶.

En otros casos, el grado con que se transmiten los movimientos de la tasa de política hacia las tasas de mercado puede ser menor cuando existe poca competencia entre los bancos, cuando existe escasa participación de la banca privada o cuando no existe un mercado de valores negociables, pues los participantes no tienen capacidad para arbitrar efectivamente entre distintos segmentos del mercado de créditos y depósitos y/o activos alternativos⁷. Similar resultado ocurre cuando existe una escasa apertura al flujo de capitales externos o cuando el desarrollo del mercado de capitales no es profundo⁸.

Adicionalmente a la estructura del mercado, las imperfecciones de mercado también juegan un rol importante⁹. Por un lado, el problema de selección adversa genera que el banco comercial no reacciona rápido porque teme que al subir sus tasas atraiga a deudores de un perfil más riesgoso¹⁰. Por otro lado, el problema de riesgo moral puede hacer desistir a los bancos de subir su tasa de préstamos porque ello incentivaría a sus clientes a invertir en proyectos más riesgosos.

Aunado a los factores de mercado, las características propias de los bancos también son importantes. En particular, se ha encontrado que bancos pequeños tienen menos incentivos a realizar ajustes en sus tasas porque el costo de hacerlo es alto. Asimismo, bancos con una cartera morosa alta no subirían rápidamente sus tasas para no generar una situación generalizada de incumplimiento de pagos. Una proporción alta de clientes corporativos respecto al total, puede frenar al banco comercial de subir sus tasas, porque le importa mantener una relación de largo plazo con sus clientes corporativos¹¹.

Finalmente, el entorno macroeconómico¹² juega un rol importante en el impacto de la tasa. Por ejemplo, una mayor volatilidad de la tasa de interés debilita el efecto traspaso porque genera una mayor incertidumbre en torno a las condiciones monetarias y a las tasas de corto plazo futuras esperadas. Por el contrario, otros factores como una inflación alta y persistente puede generar que los bancos ajusten sus tasas rápidamente, acelerando la magnitud del efecto traspaso.

El gráfico 1 resume el desarrollo del efecto traspaso de la tasa de interés de referencia hacia el resto de tasas. En la primera etapa se ve cómo el impacto en

⁶ El uso de la tasa de interés como instrumento incrementa la transparencia de la política monetaria y reduce la volatilidad de la tasa interbancaria y, por ende, favorece la competencia entre las entidades financieras.

⁷ Existen diversas fuentes que se pueden investigar con respecto a este tema: Berstein y Fuentes (2003), Cottarelli y Kourelis (1994) y Mojon (2000).

⁸ Gambacorta (2008) encuentra este efecto para Italia. El efecto traspaso se incrementó luego de la puesta en marcha de la reforma del marco legal de los bancos a través de la Ley Consolidada de Bancos (1993) que promueve una mayor liberalización de los mercados e introduce la desregulación de los mismos.

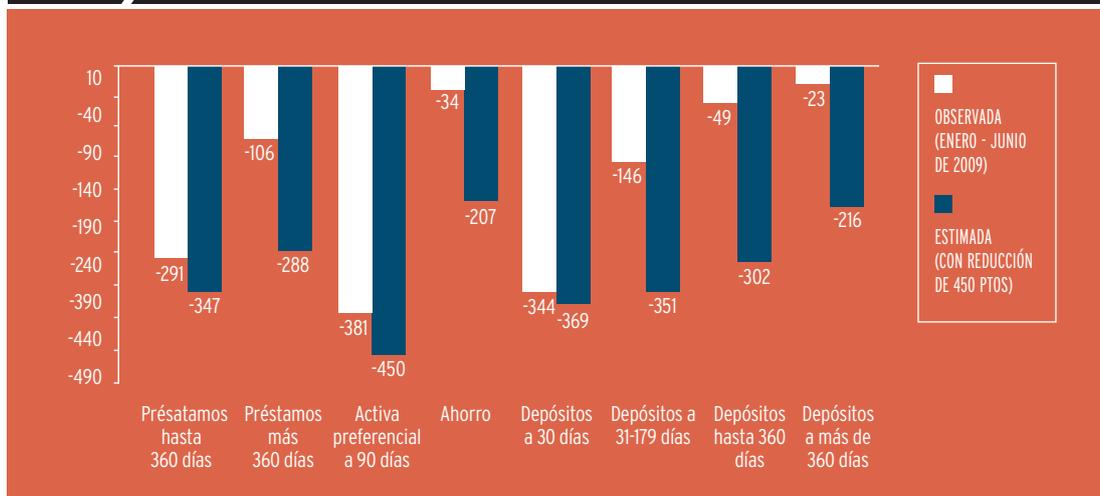
⁹ Berstein y Fuentes (2003).

¹⁰ Según Stiglitz y Weiss (1981) la tasa de interés a la cual un cliente está dispuesto a pagar puede actuar como un mecanismo de selección que ayuda al banco comercial a decidir si un cliente es buen pagador o no. Así, aquellos clientes que están dispuestos a pagar una tasa de interés más alta, en promedio, son los más riesgosos, dado que están dispuestos a hacerlo porque perciben que tienen una probabilidad de pago baja. Entonces cuando la tasa de interés sube, el riesgo promedio de los que piden préstamos también se incrementa y ello puede, posiblemente, afectar las utilidades del banco.

¹¹ Berger y Udell (1992), Allen y Gale (2004) y Scharler (2008).

¹² Basado en Gambacorta (2008), Égert et.al (2007), Benoit y Mojon (2000) y Wang y Lee (2009).

GRÁFICO 2 ■ Disminución acumulada en las tasas de interés



ELABORACIÓN: PROPIA.

el corto plazo está afectado tanto por las condiciones macroeconómicas como por el marco legal – institucional de la autoridad monetaria. En la segunda etapa, en la que los movimientos de corto plazo afectan a las tasas de mediano plazo, se observa que la respuesta de los bancos puede estar afectada por sus características propias, las peculiaridades del mercado, la percepción del riesgo y las condiciones de liquidez.

En el caso de la economía peruana¹² se ha encontrado que el efecto traspaso de la tasa de interés no es completo, pero se ha ido incrementando de manera considerable desde el año 2001, para todo el conjunto de las tasas analizadas. Así, en el cuadro 1 se muestra que para el periodo más reciente¹⁴ el impacto de una modificación de un punto porcentual en la tasa de interés interbancaria sobre la tasa de préstamos hasta 360 días es de 0,56 puntos porcentuales, mayor a los 0,46 puntos porcentuales de traspaso estimados para el periodo hasta marzo de 2003.

Una evolución similar se observa en el traspaso de los cambios en la tasa de referencia sobre las tasas pasivas. Así, por ejemplo, en el caso de los depósitos de ahorro, el efecto traspaso se ha incrementado de 0,25 puntos porcentuales a 0,46 puntos porcentuales. Lo mismo se verifica para el caso de los depósitos a plazo, con mayor claridad en el caso de los depósitos a plazo entre 180 a 360 días.

La velocidad del traspaso se puede analizar a través de la duración media del impacto, que indica en cuánto tiempo se registra el impacto máximo del cambio de la tasa de referencia en el resto de tasas. En el caso de las tasas activas, este tiempo se habría

reducido para los préstamos a menos de 360 días, a sólo dos meses, menos de la mitad del estimado anterior.

El mayor efecto traspaso estimado de la tasa de referencia es consistente con la evolución de las tasas de interés del mercado financiero en el primer semestre de 2009, principalmente en las tasas preferenciales a 90 días tanto pasivas como activas, que se han reducido casi en la misma proporción que la tasa de referencia (250 puntos básicos entre febrero y mayo de 2009). Ello es consistente con el coeficiente de traspaso en el caso de la tasa activa preferencial



El efecto traspaso de la tasa de interés mide el grado de respuesta de las entidades bancarias frente a los cambios en la tasa de referencia del BCRP



¹² Basado en Gambarcorta (2008), Égert et al (2007), Benoit y Mojon (2000) y Wang y Lee (2009).

¹³ En el caso del Perú, Lahura (2006) encuentra que el coeficiente de traspaso se incrementa luego del anuncio del corredor de tasas a partir de febrero de 2001 y la adopción del Esquema de Metas Explícitas de Inflación en 2002. Una evidencia similar se encuentra en Nueva Zelanda (Liu et al, 2008) después de la adopción del anuncio de la tasa oficial (Official Cash Rate) en 1999.

¹⁴ En la estimación se sigue la metodología de cointegración trabajada en la Memoria del BCRP (2004) y Lahura (2006).

corporativa a 90 días, que es igual a 1 y por tanto, predice un traspaso perfecto, con una duración media de impacto igual a 0,6 meses (ó 18 días).

Adicionalmente, se puede analizar la efectividad de la mayor flexibilización de la política monetaria del BCRP, a través del análisis de la variación acumulada observada en las tasas de depósitos y préstamos, en respuesta a la reducción sucesiva de la tasa de referencia de 100 puntos básicos en abril, mayo y junio de 2009, respectivamente. Como resultados de política, se observa que las tasas de interés de corto y de mediano plazo de préstamos y de ahorros se han visto impactadas hacia la baja, entre enero y junio de este año.

Cabe resaltar que si se incluye la última reducción de 100 puntos básicos de la tasa de referencia en el mes de julio, con lo cual se acumulan 450 puntos básicos en 2009, se puede calcular la reducción estimada de las tasas de interés comerciales a partir de los coeficientes de traspaso del cuadro 1¹⁵. En el gráfico 2, se aprecia que las reducciones observadas entre enero y junio de 2009 son menores a las estimadas para todas las tasas analizadas. Por ejemplo, se aprecia una reducción observada de 291 puntos básicos versus una reducción estimada de 347 puntos básicos para la tasa de préstamos hasta 360 días. Estos resultados sugieren que las tasas comerciales de préstamos y de depósitos de los bancos podrían reducirse aún más, influyendo así en las condiciones crediticias que enfrentan las empresas y familias.

CONCLUSIONES:

El efecto traspaso de la tasa de interés mide el grado de respuesta de las entidades bancarias frente a cambios en la tasa de referencia o de política monetaria del Banco Central. La estimación de este efecto es importante para saber que tan restrictiva o expansiva debe ser la autoridad monetaria con la finalidad de cumplir su objetivo de estabilidad de precios.

Estudios de diversas economías muestran que el efecto traspaso es incompleto y lento. Existen diversos factores que explican este fenómeno tales como la estructura de la industria bancaria, las imperfecciones de mercado, el marco institucional, la política económica, condiciones macroeconómicas y las características propias de los bancos.

En el caso del Perú, estimaciones del efecto traspaso muestran que éste se sigue incrementando para la mayor parte de las tasas. Es más, la evidencia reciente muestra que la mayor flexibilización de la política monetaria en el primer semestre de 2009 ha afectado las tasas de préstamos y depósitos de los bancos, y que se espera que éstas continúen reduciéndose. ■

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, F y Gale D., (2004), "Comparative Financial Systems: A discussion". En: Credit, Intermediation, and Macroeconomy. Oxford University Press.
- Banco Central de Reserva del Perú, (2004), "Memoria 2004", pp. 94.
- Berger, A.N., Udell. G.F., (1992), "Some evidence on the empirical significance of credit rationing". *Journal of Political Economy*, 100, 5, pp. 1047-1077.
- Bernstein, Solange y Rodrigo Fuentes, (2003), De la tasa de política a la tasa de colocación bancaria: La industria bancaria chilena. *Economía Chilena*, Volumen 6, No 1, abril.
- Cottarelli C. y A. Kourelis, (1994), "Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy". *IMF Staff Paper*, 41, 4, pp. 587-623.
- De Bondt, Gabe, (2002), "Retail Bank Interest Rate Pass-through: new evidence at the euro area level". Working Paper No 136. European Central Bank.
- Disyatat, Piti y Pinnarat Vongsinsirikul, (2003), "Monetary Policy and the transmission mechanism in Thailand", *Journal of Asian Economics*, 14, pp. 389-418.
- Égert, Balázs, Jesús Crespo-Cuaresma y Thomas Reininger, (2007), "Interest rate pass-through in central and Eastern Europe: Reborn from ashes merely to pass away?", *Journal of Policy Modelling*, 29, pp. 209-225.
- Espinoza-Vega, Marco A. y Alessandro Rebucci, (2003), "Retail Bank Interest Rate Pass-Through: Is Chile Atypical?". *IMF Working Paper WP/03/112*.
- Gambacorta, Leonardo, (2008), "How do banks set interest rates?", *European Economic Review*, 52, pp. 792-819.
- Wang, Kuan-Min y Yuan-Ming Lee, (2009), "Market Volatility and retail interest rate pass-through", *Economic Modelling*. Article in Press. ELSERVIER: doi:10.1016/j.econmod.2009.06.002.
- Kwapil, Claudia y Johann Scharler, (2008), "Interest Rate Pass-Through, Monetary Policy rules and Macroeconomic Stability". To appear in *Journal of International Money and Finance*. Article in Press.
- Lahura, Erick, (2006), "El efecto traspaso de la tasa de interés y la política monetaria en el Perú: 1995-2004". *Estudios Económicos* No. 13. Banco Central de Reserva del Perú.
- Liu, Ming-Hua, Dimitri Margaritis y Alireza Tourani-Rad, (2008), "Monetary policy transparency and pass-through of retail interest rates". *Journal of Banking & Finance*, 32, pp. 501-511.
- Mojon, Benoit, (2000), "Financial Structure and Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy". Documento de Trabajo No 40, European Central Bank.
- Scharler, Johann, (2008), "Do bank-based financial systems reduce macroeconomic volatility by soothing interest rates?". *Journal of Macroeconomics*, 30, pp. 1207-1221.
- Stiglitz, J.E. y Andrew Weiss, (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, Junio, pp. 393-410.

¹⁵ Se calcula como la multiplicación del coeficiente traspaso de largo plazo estimado de la tasa respectiva por la reducción de 450 punto básicos de la tasa de referencia. En el caso particular de la tasa de préstamos hasta 360 días, la reducción estimada considera la variación acumulada observada (entre enero y junio de 2009) más la multiplicación de la reducción de 100 puntos básicos de la tasa de referencia que se ha dado en julio por el coeficiente de efecto traspaso de 0,56.

¿Un ESTRÉS para los BANCOS?*

PIERRE DONGO-SORIA** Y GONZALO CHÁVEZ***

Los bancos han sido puestos a prueba bajo un escenario de estrés. Los resultados han sido satisfactorios, pero deben ser tomados con precaución.

* Artículo realizado con la información disponible en junio de 2009.

** Especialista en Renta Fija y Oro, Departamento de Gestión de Portafolios de Inversión del BCRP.

*** Especialista en Sistemas de Pagos, Departamento de Análisis del Sistema de Pagos del BCRP.

INTRODUCCIÓN

En mayo del presente año, la Reserva Federal anunció los resultados del programa de Supervisión de Requerimientos de Capital (SCAP, por sus siglas en inglés). Este programa evaluó la solidez patrimonial de los 19 principales bancos en EEUU por medio de una prueba de estrés¹. El resultado reveló que nueve bancos deben captar en su conjunto US\$ 75 millones de capital adicional y que ninguno de los 19 bancos se encuentra bajo la amenaza de insolvencia. Como se aprecia en el gráfico 1 los bancos que requieren más capital son Bank of America y Wells Fargo, con necesidades de US\$ 33,9 y US\$ 13,7 millones, respectivamente.

El programa se diseñó e implementó con el fin de disminuir la incertidumbre respecto al futuro del sistema financiero en EE.UU. y mostrar de una manera clara y transparente la verdadera solidez de los principales bancos, tal que desaparezcan las restricciones de crédito y se facilite la recuperación en todos los frentes de la economía norteamericana.

No obstante, el programa de Supervisión de Requerimientos de Capital y sus resultados han sido abiertamente discutidos y criticados. Sobre esta base, el presente artículo busca analizar el diseño del programa y los diferentes puntos de vista para que el lector pueda establecer su propia conclusión respecto a la importancia y repercusión de los resultados de esta prueba de estrés.

EL DISEÑO DE LA PRUEBA

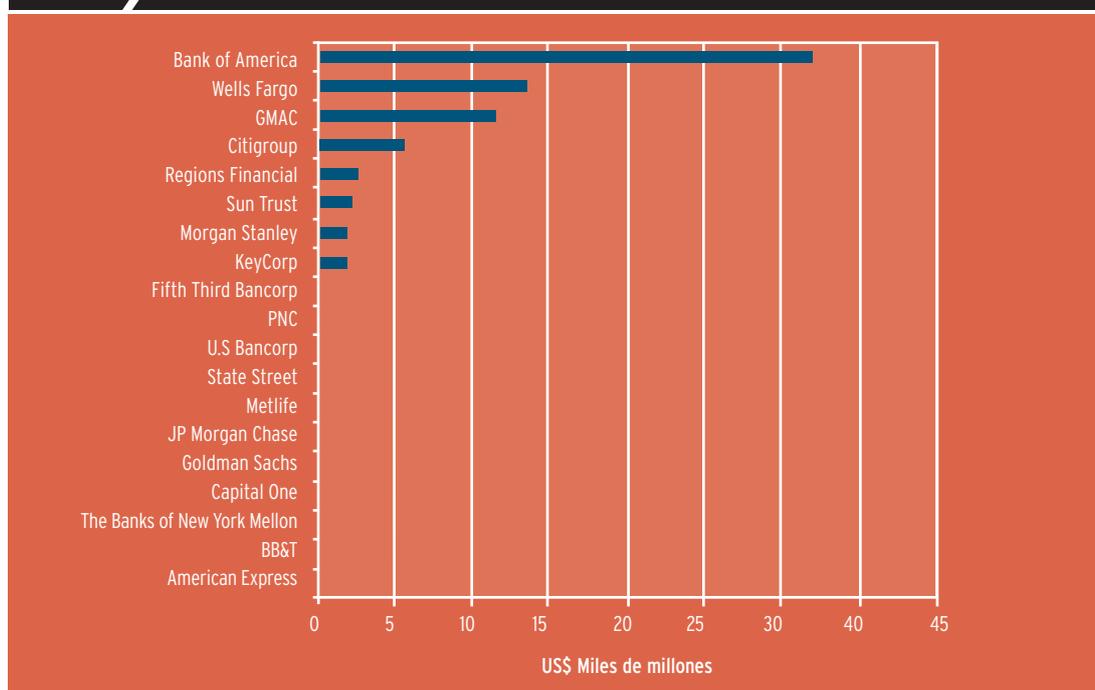
La medición de riesgos del sistema bancario ha existido por mucho tiempo. Regularmente, los bancos invierten muchos recursos en el diseño y administración de riesgos y constantemente evalúan sus posiciones por medio de análisis VAR y pruebas de estrés. Entonces, una primera pregunta válida es entender en dónde radica la importancia de esta prueba. Una aproximación a la respuesta sería que dadas las condiciones económicas y financieras, en la



El programa se diseñó e implementó con el fin de disminuir la incertidumbre respecto al futuro del sistema financiero en EEUU y mostrar la verdadera solidez de los principales bancos



GRÁFICO 1 ■ Requerimiento de capital adicional



FUENTE: SCAP.

ELABORACIÓN: PROPIA.

¹ Modelos de simulación que evalúa el comportamiento de un portafolio, empresa o industria bajo escenarios hipotéticos adversos.

CUADRO 1 | Escenarios económicos

| Variable | Año | Escenario Base | Escenario más adverso |
|---------------------|------|----------------|-----------------------|
| PBI real | 2009 | -2% | -3.30% |
| | 2010 | 2.10% | 0.50% |
| Tasa de desempleo | 2009 | 8.40% | 8.90% |
| | 2010 | 8.80% | 10.30% |
| Precio de viviendas | 2009 | -14% | -22% |
| | 2010 | -4% | -7% |

FUENTE: BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM

ELABORACIÓN: PROPIA

cual los modelos de riesgo utilizados por los bancos han fracasado, se ha generado una incertidumbre respecto a la sostenibilidad del sistema financiero estadounidense. Por ello, la Reserva Federal ha visto conveniente publicar los resultados de la prueba de estrés, el cual es un comportamiento que no tiene precedentes. Asimismo, si los resultados de esta prueba indican la necesidad de requerimientos adicionales de capital, los bancos tendrán un mes para presentar un plan para captar más capital y dicho plan deberá ser implementado los próximos seis meses para incrementar el patrimonio de la manera que se crea conveniente.

Para llevar a cabo el programa, la Reserva Federal proporcionó a los bancos americanos que poseen en activos más de US\$ 100 mil millones reportados en 2008 (19 bancos en total), las proyecciones de las principales variables macroeconómicas (PBI real, tasa de desempleo y el precio de las

viviendas) con estas variables los bancos deben esbozar la trayectoria de sus ingresos y pérdidas de crédito para el año 2009 y 2010. Para esto, como la Reserva Federal estableció dos escenarios: el primero, denominado *baseline*, refleja el consenso de las proyecciones hechas en febrero de 2009 respecto a la duración y profundidad de la recesión. En cambio, el segundo, denominado *more adverse scenario*, es más pesimista que el consenso pero no busca ser el “peor escenario” sino simplemente uno donde la recesión sea más profunda y larga dentro de lo estimable. (Cuadro 1). Entonces, aquí el punto clave es examinar si la prueba de estrés fue lo suficientemente rigurosa. Respecto a esto, diversos economistas sugieren que esta prueba no generó estrés suficiente. Ellos sustentan su posición en que las principales variables del escenario más adverso son muy cercanas a las reales por lo que han sido optimistas.

RESERVA FEDERAL. El SCAP puso a prueba a los bancos estadounidenses.



De las variables mostradas la más discutida ha sido la proyección de la tasa de desempleo. El escenario más adverso pronosticó esta variable sobre la base de la desviación histórica entre lo pronosticado por el consenso y el dato real. Con esta metodología, la probabilidad que se alcance la tasa de desempleo en el escenario más adverso es de 10%. Sin embargo, la tasa de desempleo de 8,9% que se estimó para este escenario ya se alcanzó en el mes de mayo y no existen fundamentos suficientes para pensar que se mantendrá o se reducirá durante el año. (Cuadro 2). Respecto a esto, Nouriel Roubini explica que en 2009 se alcanzará una tasa cercana a 10,5%, mayor a la estimada para el año 2010 en el escenario más adverso, debido a la velocidad en que se están perdiendo puestos de trabajo, lo que implica que este escenario no genera mucho estrés. Al considerar esta crítica como válida, la pregunta legítima a hacerse en este caso sería cuestionar qué tan fuerte es el impacto en los resultados finales si se tomara una tasa de desempleo más elevada. *A priori* se piensa que los cambios por modificar la tasa de desempleo serían importantes ya que personas desempleadas denotan menor capacidad de pago, menor probabilidad de acceder a un crédito y, por ende, retardo en el restablecimiento de la economía.

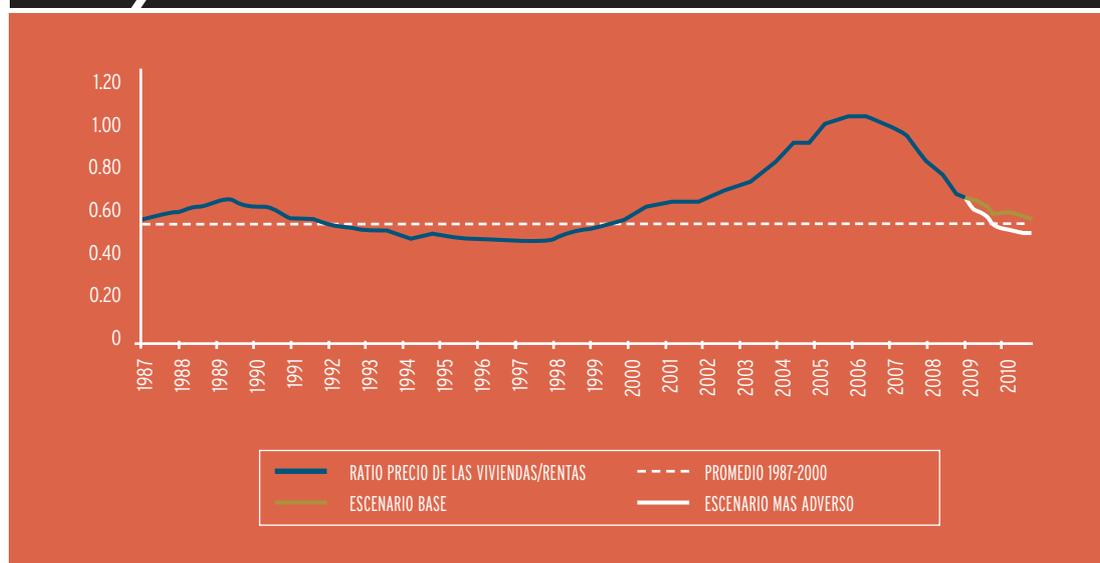
Respecto a la variable referente al precio de las viviendas, debido a que parte de la causa de la crisis fue el colapso del sector hipotecario y que el precio de las viviendas afecta a los activos de los bancos, diversas instituciones consideran que esta es la principal variable de la prueba y que las estimaciones han sido realistas. El escenario base asume una caída de los precios, desde su punto más alto, de 39% y el escenario más adverso de 47%, lo que da como resultado

El punto clave es examinar si la prueba de estrés fue lo suficientemente rigurosa. Respecto a esto, diversos economistas sugieren que esta prueba no generó estrés suficiente.

un regreso a valores previos a la burbuja hipotecaria (Gráfico 2). Más aún, el escenario más adverso asume un valor por debajo del promedio de los años 1987 y 2000.

Por otro lado, respecto al PBI real, el escenario base proyecta una caída de 2% para el año 2009 y una recuperación de 2,1% para el año 2010, y el escenario más adverso proyecta una caída de 3,3% para el año 2009 y una ligera recuperación de 0,5% para el año 2010. Diversos analistas consideran que estas estimaciones van en línea con el consenso y con un escenario verdaderamente más adverso (conviene

GRÁFICO 2 ■ Proyección del precio de la vivienda /1



/1 S&P / CASE-SHILLER COMPOSITE - 10 HOME PRICE INDEX
FUENTE: SCAP Y BLOOMBERG

ELABORACIÓN: PROPIA

recordar que el World Economic Outlook proyecta una caída de 2,8 para 2009) por lo que no ha habido serias críticas respecto a este parámetro.

En general, estas son las principales fortalezas y debilidades que saltan a la vista, y son las que han dado origen a las críticas de los agentes económicos. Ahora, también es cierto que un grupo apoya el programa por el incentivo para hacer públicos estos resultados, debido a que se fortalece la generación

de confianza y se reduce la incertidumbre, lo cual es necesario en un entorno donde los indicadores de confianza muestran una elevada carencia de la misma, lo que se traduce en niveles del indicador de confianza del consumidor menores a 80. (Gráfico 3). Por tanto, existe un dilema alrededor de este programa y sus resultados. Por un lado, la prueba de estrés debe ser lo suficientemente rigurosa para que se genere confianza en sus resultados, pero, por el otro, el gobierno tiene los incentivos suficientes para evitar que sea muy rigurosa porque resultados desfavorables se traducirían en una mayor profundidad y duración de la crisis (mayor desconfianza en el sistema bancario).

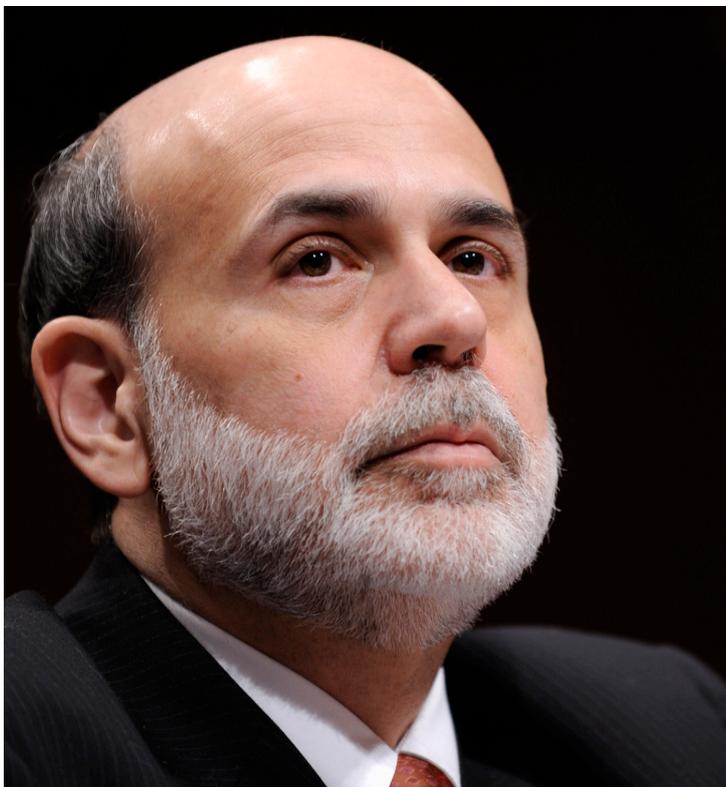
Asimismo, algunos economistas mencionan la existencia de incentivos perversos y que se está buscando generar una profecía autocumplida. Es decir, al mencionar que los bancos “están saludables”, los agentes internalizan esta idea por medio de una mayor confianza, lo que dinamiza las actividades financieras del banco y hace que los bancos mejoren sus resultados. Otro grupo de economistas explica que los reguladores han sido incapaces de hacer una adecuada auditoría de los activos de los bancos, lo que permitió a los bancos la posibilidad de mostrar los resultados que querían alcanzar.

CUADRO 2 ■ Tasa de desempleo

| Fecha | Valor |
|-------------|--------|
| Febrero | 8,10% |
| Marzo | 8,50% |
| Abril | 8,90% |
| Mayo* | 9,20% |
| Junio* | 9,50% |
| Julio* | 9,80% |
| Agosto* | 10,10% |
| Septiembre* | 10,40% |
| Octubre* | 10,60% |
| Noviembre* | 10,80% |
| Diciembre* | 10,90% |

* PROYECCIONES
 FUENTE: BUREAU OF LABOR STATISTICS Y FINANCIAL FORECAST CENTER
 ELABORACIÓN: PROPIA

BEN BERNANKE.
 Presidente de la Reserva Federal.

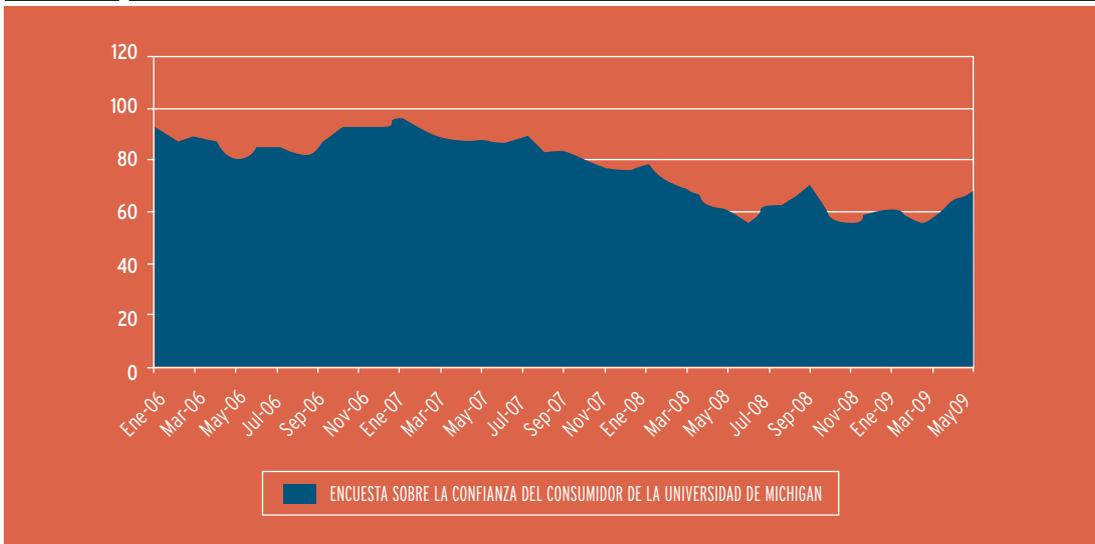


IMPACTO DE LOS RESULTADOS

Antes que se publicaran los resultados, la expectativa del mercado era que estos resultados dirían que algunos bancos sí necesitaban más capital. Sin embargo, en general todos están bien. Inclusive Tim Geithner, secretario del Tesoro, mencionó antes que se mostrasen los resultados, que estos serían tranquilizadores. ¿Es tranquilizador que de los 19 bancos más grandes del sistema financiero, nueve necesiten más capital? ¿Es alentador que se necesite US\$ 75 mil millones en capital patrimonial? ¿No es mucho dinero? Si los agentes económicos esperaban resultados peores y el gobierno estaba dispuesto a invertir más recursos para evitar que el sistema financiero siga en crisis, los resultados sí son alentadores.

Luego de la publicación de los resultados, los bancos que mostraron una necesidad de más capital empezaron rápidamente a buscar formas de obtenerlo. La principal fue a través de emisión de acciones y ventas de líneas de negocio. Por ejemplo, desde la publicación de los resultados, Bank of America ha recaudado US\$ 13,5 mil millones por medio de emisión de acciones y US\$ 7.3 mil millones por la venta de una parte de sus acciones de China Construction Bank. Asimismo, el 20 de mayo pasado, Tim Geithner informó al Congreso norteamericano que los bancos con necesidades de capital han recaudado US\$ 56 mil millones de los US\$ 75 mil millones estimados desde la publicación de los resultados. Dentro de este marco, una pregunta a hacerse es si estos bancos hubieran podido

GRÁFICO 3 ■ Confianza del consumidor



FUENTE: ENCUESTA DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR DE LA UNIVERSIDAD DE MICHIGAN

ELABORACIÓN: PROPIA

captar el capital que están obteniendo si los resultados hubieran generado desconfianza.

CONCLUSIONES

Como se conoce, la concentración bancaria en EEUU, al igual que en todo el mundo, es elevada lo que origina que si uno de los participantes cae, el sistema financiero puede colapsar. Justamente para evitar este *too big to fail* (demasiado grande para caer) y el dilema de *too big to save?* (demasiado grande para rescatarse) la Reserva Federal ha buscado por medio de la Supervisión de Requerimientos de Capital recuperar la credulidad haciendo pública la información y de esta manera, hacer que los propios bancos sean capaces de salvarse por cuenta propia. Pero también es muy importante que el proceso de recuperación de la confianza de todos los participantes de la economía sea el apropiado, ya que se debe tener bastante cuidado al respecto debido a que muchas veces el ocultar problemas hace que el banco deteriore más su posición en el mediano-largo plazo. Si bien es cierto su patrimonio se elevará en el corto plazo, en un segundo momento la situación podría agravarse aún más y el gobierno tendrá que implementar otro rescate (*bailout*). Este es el riesgo existente en la estrategia.

Es necesario que los bancos recauden más capital que el solicitado, y los que salieron bien no deben despreocuparse; la crisis financiera aún no ha terminado. Esta prueba es una referencia de cómo va la solidez del sistema financiero mas no un requerimiento infalible. El programa realizado se debe tomar con bastante cuidado porque es una de las tantas pruebas, entre las cuales destaca la de estrés a los demás bancos, que se deben hacer para analizar la solidez del sistema financiero. Por tanto,

Es necesario que los bancos recauden más capital que el solicitado, y los que salieron bien no deben despreocuparse; la crisis financiera aún no ha terminado

los resultados arrojados por esta prueba no deben ser tomados de manera literal.

Por último y, con respecto a la metodología empleada, es importante destacar que gran parte de las proyecciones se han basado principalmente en comportamientos históricos. No solo respecto a las variables dadas por el programa sino también a las proyecciones de ingresos y pérdidas de las carteras de créditos. ¿Acaso lo que originó la motivación para esta prueba de estrés no fue el hecho de que los modelos de riesgo utilizados por los bancos habían fracasado en gran medida porque confiaban mucho en el comportamiento histórico? ¿Sirve basarnos en el pasado si nos encontramos en una situación de “cisne negro”, donde la probabilidad de que ocurra el evento es muy baja pero su impacto muy fuerte? Estas son inquietudes que se debería buscar despejar. ■

Nuevo reglamento para el CANJE DE billetes y monedas

ABRAHAM DE LA MELENA *

Mecanismo para una eficaz gestión del circulante.

* Especialista en Análisis del Circulante del BCRP.

La emisión de billetes y monedas es una facultad exclusiva del Estado, la cual se ejerce a través del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), el que es responsable del adecuado abastecimiento de billetes y monedas en cantidad, calidad y denominaciones demandadas para facilitar la fluidez de las transacciones en la economía.

Si cualquiera de esos aspectos fallase (cantidad, calidad o denominaciones demandadas), la fluidez de las transacciones se vería afectada.

Si en una economía no existiera en circulación la cantidad suficiente de billetes y monedas, se producirían efectos negativos sobre la economía, ya que los agentes económicos tendrían problemas para disponer de efectivo. Cuando la calidad de los billetes y monedas es deficiente, los agentes económicos emplean más tiempo en revisar su autenticidad; y, finalmente, si no contarán con las denominaciones demandadas se generaría problemas al momento de los pagos o de dar el vuelto, recibiendo a cambio, probablemente, un caramelo en las transacciones pequeñas.

Por ello, con la finalidad de que el público cuente con los billetes y monedas en cantidad, calidad y denominaciones demandadas, el BCRP ha publicado el 7 de mayo pasado, el Reglamento para el Canje de Billetes y Monedas a Cargo de las Empresas del Sistema Financiero (ESF), contenido en la Circular No. 011-2009-BCRP, el cual es de alcance exclusivo para la moneda nacional y establece los siguientes aspectos principales:

1. ACEPTACIÓN FORZOSA

El artículo 43 de la Ley Orgánica del Banco Central señala que los billetes y monedas que el BCRP emite, son de aceptación forzosa para el pago de toda obligación, pública y privada, garantizando así la fluidez de las transacciones.

Este artículo no sólo alcanza a las ESF sino también al comercio y la población en general. Es decir, ninguna persona ni comercio debe rechazar un billete o moneda expresado en Nuevos Soles y menos aún colocar avisos como, por ejemplo, “No se aceptan billetes de S/. 200”.

2. OBLIGACIÓN DE CANJE DE BILLETES Y MONEDAS

Las ESF están obligadas al canje de billetes y monedas a la vista y a la par, sin costo para el público. No obstante, las ESF no están obligadas a recibir en moneda metálica más de S/. 1 000,00 por persona y por día, salvo que se trate del pago de obligaciones. Esto quiere decir que si alguien tiene que hacer un pago mayor de S/. 1 000,00 y sólo cuenta con monedas, éstas deben ser aceptadas.

En el caso que una persona tuviera, por ejemplo, S/. 5 000,00 en billetes y deseara canjearlos por su equivalente en moneda metálica, dicho canje deberá ser realizado por la ESF.

En las sucursales del Banco Central y en la Casa Nacional de Moneda se canjea hasta S/. 3 000 en moneda metálica, mientras que montos mayores a S/. 3 000 se canjean en la Oficina Principal del BCRP, para lo cual el interesado debe presentar una solicitud.

Es preciso señalar que las ESF también están obligadas a canjear a la vista y a la par los billetes fraccionados, es decir, aquellos que estén incompletos. Para ello, el billete fraccionado debe reunir necesariamente tres requisitos: tener más de la mitad, contar con una serie y numeración completa y poseer el anverso y el reverso.

3. PROHIBICIÓN DE PONER EN CIRCULACIÓN NUMERARIO DETERIORADO

Para mantener billetes y monedas en buen estado de conservación, las ESF están prohibidas de poner en circulación numerario deteriorado. No obstante, están obligadas a recibirlo del público, ya sea a través del canje, pagos o depósitos. Posteriormente, dicho numerario será entregado al BCRP como una remesa de numerario deteriorado y el importe respectivo se abonará en la cuenta que cada ESF mantiene en el Banco Central.

Con la finalidad de que las ESF conozcan cuál es el nivel de calidad límite que debe tener un billete para que siga en circulación, el BCRP ha establecido un Patrón de Calidad (billete patrón), el cual mantiene una textura y limpieza adecuados que permiten verificar su autenticidad. Dicho billete patrón se ha entregado a cada ESF,



CANJE. Los billetes y monedas deteriorados deben ser canjeados por cualquier entidad del sistema financiero.

así como a las empresas procesadoras, de modo que el personal tenga claro el concepto de billete apto para la circulación.

Asimismo, se considera billete deteriorado aquel que, a pesar de cumplir con el Patrón de Calidad, presenta una o más de las siguientes características: parches o enmendaduras, suciedad excesiva, manchas, escritos o sellos que dificulten apreciar su autenticidad, roturas o rasgados de dimensión significativa.

En este reglamento se incluye un Patrón de Calidad para monedas de modo que aquellas que se encuentren desgastadas, cortadas, perforadas, oxidadas, manchadas o deformadas sean retiradas de la circulación.

4. RETENCIÓN DE FALSIFICACIONES

Este mecanismo permite retirar las falsificaciones de la circulación para evitar que sigan sorprendiendo a un público desprevenido.

Las ESF están obligadas a retener las presuntas falsificaciones de billetes y monedas que reciban durante sus operaciones y remitirlas al Banco Central en un plazo máximo de 10 días hábiles. A su vez, el BCRP tendrá el mismo plazo, contado a partir de su recepción, para realizar la calificación definitiva.

En los casos en que el Banco Central califique como auténtico un billete retenido como falsificado, el importe correspondiente será abonado en la cuenta corriente que la ESF mantiene en el BCRP, siendo obligación de la ESF devolver dicho importe a la persona que se le retuvo el billete o moneda, en un plazo máximo de 10 días hábiles contados a partir del abono realizado por el BCRP. Para ello las ESF informarán periódicamente al Banco Central sobre el estado de las devoluciones.

El cumplimiento de este Reglamento se vería afectado si el personal que atiende ventanillas no cuenta con una adecuada capacitación, no sólo en lo que respecta a los elementos de seguridad de nuestros billetes y monedas, sino también en los otros aspectos anteriormente señalados. Por ello, se requiere una permanente capacitación del personal de ventanilla debido a la alta rotación del mismo, la cual se viene llevando a cabo, tanto en Lima como en diferentes ciudades del Perú.

Se ha establecido un nuevo mecanismo que permite llegar a una mayor cantidad de empleados encargados de atender las ventanillas, el cual consiste

en la realización de talleres dirigidos a instructores elegidos por las ESF, los cuales, previa acreditación del BCRP, se encargarán de capacitar al personal de sus empresas en aquellas ciudades alejadas de la jurisdicción del Banco Central. Así, de junio a agosto, el BCRP capacitó a 11 mil empleados de las ESF mientras que los instructores lo han hecho con tres mil empleados.

Para garantizar el cumplimiento del Reglamento, el BCRP realizará visitas de inspección a las oficinas de las ESF y, en caso de comprobarse alguna falta, se levantará el Acta de Inspección correspondiente.

Las faltas se califican como graves o leves y se clasifican en:

Faltas graves

- No efectuar el canje de billetes y monedas, a la vista y a la par, sin costo para el público.
- Entregar a través de la ventanillas billetes y monedas falsos.
- No efectuar la retención de las presuntas falsificaciones.

Faltas leves

- Poner en circulación billetes o monedas deteriorados.
- No devolver en el plazo previsto el numerario calificado como auténtico por el BCRP.
- No acreditar la capacitación del personal de ventanillas.

Las sanciones para las faltas graves van desde una UIT para la primera infracción hasta un máximo de 10 UIT por progresivas faltas cometidas en un periodo de seis meses.

Para el caso de las faltas leves, la sanción es el 50 por ciento de la UIT por la primera infracción hasta un tope de ocho UIT, rigiendo el mismo sistema detallado para las faltas graves.

Es importante señalar que este Reglamento ha recogido importantes sugerencias de las entidades del sistema financiero, en particular de las agrupadas en la Asociación de Bancos (ASBANC), y su promulgación se ha dado 90 días antes de su entrada en vigencia, para permitir una mejor adecuación de las ESF. Este proceso ha sido reforzado a través de reuniones con las ESF y procesadoras tanto en Lima como en las sucursales del Banco Central. Asimismo, antes de su entrada en vigencia, se efectuaron simulacros a nivel nacional para determinar puntos a reforzar por parte de las ESF en la aplicación del Reglamento.

Es necesario resaltar que parte del objetivo de abastecer adecuadamente de billetes y monedas a la economía se logra no sólo con las acciones que el BCRP tome sino también con el apoyo de las ESF.

Así, este reglamento se convierte en una herramienta importante para una buena gestión del circulante, pues otorga a los agentes económicos todas las facilidades necesarias para un adecuado desempeño de sus actividades comerciales y financieras, permitiendo el uso de un efectivo de óptima calidad y de las denominaciones demandadas. ■



DAÑADAS. Dos casos de monedas deterioradas, por acciones ajenas al desgaste natural.



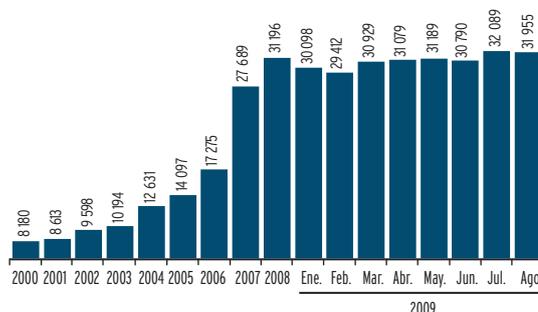


Indicadores económicos

Inflación e Inflación subyacente
(Variación porcentual últimos 12 meses)



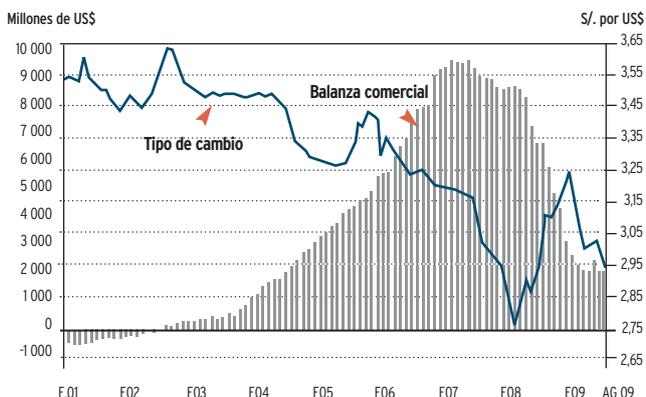
Acumulación de reservas internacionales netas
(Millones de US\$)



► A partir de julio de este año, la inflación anualizada volvió a ingresar al rango meta de inflación (entre 1 y 3 por ciento), ubicándose en 1,87 por ciento a agosto de 2009. Este retorno se debió a la reversión de los choques de oferta y a las medidas adoptadas por el Banco Central.

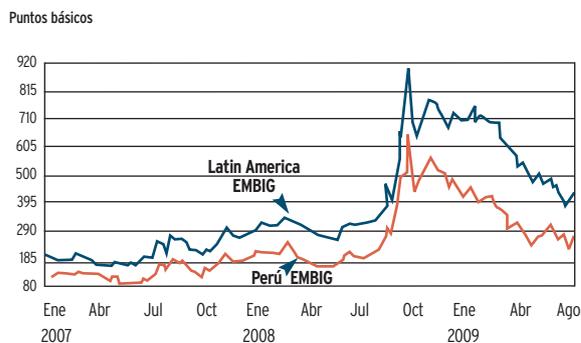
► El nivel actual de las RIN es equivalente a 4,9 veces la emisión primaria, 15 meses de importaciones y 1,6 veces al saldo total de la deuda pública externa, lo cual refleja la fortaleza del país en términos de liquidez internacional.

Balanza comercial anual y tipo de cambio promedio mensual



► El país mantiene un superávit en su balanza comercial anual que se ha reducido por la actual crisis internacional que ha afectado los precios de nuestros principales productos de exportación.

Indicadores de riesgo país
(Enero 2007 - Agosto 2009)



► El desempeño macroeconómico de Perú es reconocido por diversos analistas financieros, calificadoras de riesgo y consultoras internacionales. Consensus Forecast, que recopila proyecciones de los principales especialistas y banqueros de inversión, considera que el Perú liderará el dinamismo económico de la región de América Latina y registrará una tasa de inflación dentro de su rango meta.

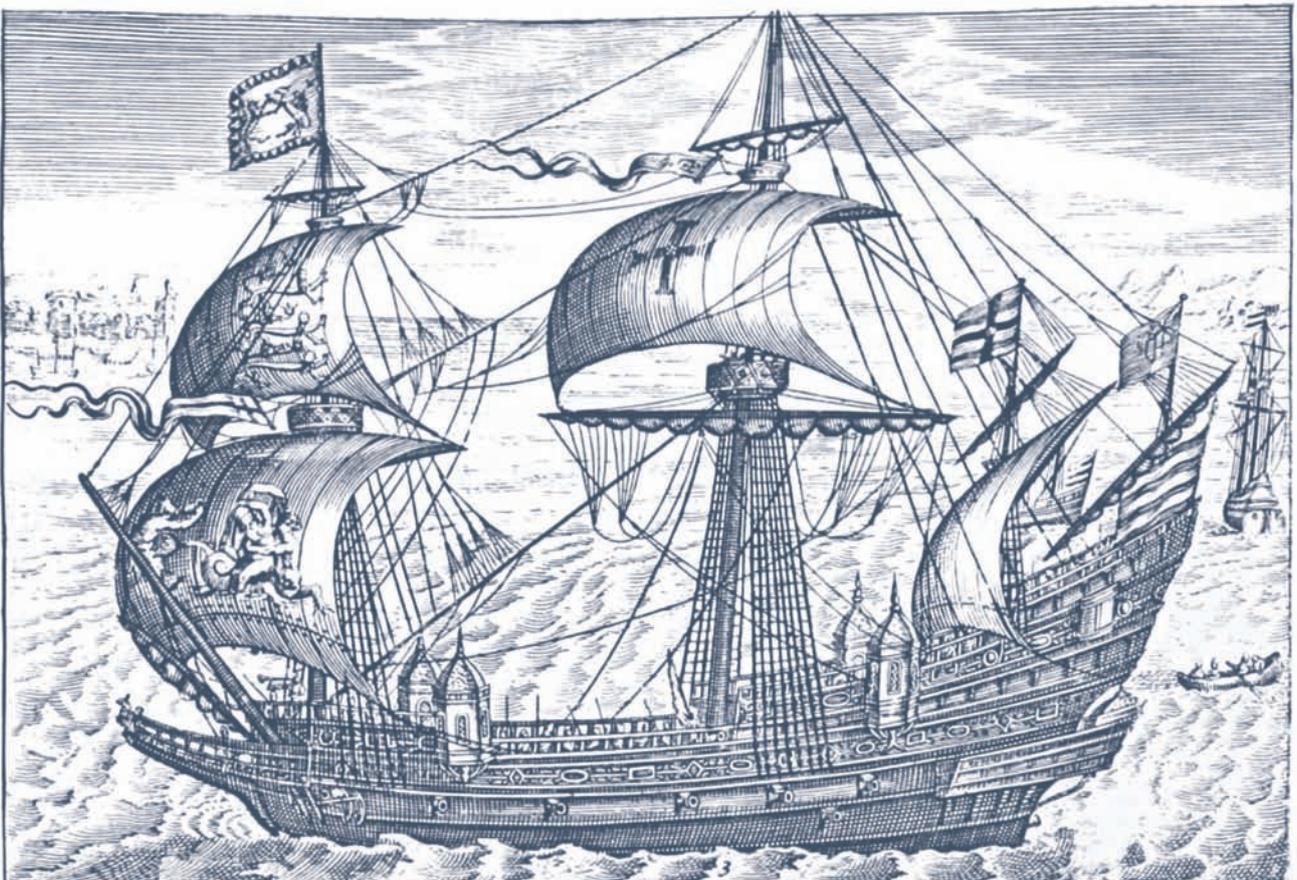
Indicadores Mensuales

| | Ene.09 | Feb.09 | Mar.09 | Abr.09 | May.09 | Jun.09 | Jul.09 | Ago.09 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PBI (Var. %) | 2.8 | 0.2 | 2.5 | -1.8 | 0.7 | -2.1 | -1.4 | n.d. |
| Inflación mensual (%) | 0.11 | -0.07 | 0.36 | 0.02 | -0.04 | -0.34 | 0.19 | -0.21 |
| Inflación 12 meses (%) | 6.53 | 5.49 | 4.78 | 4.64 | 4.21 | 3.06 | 2.68 | 1.87 |
| Tipo de cambio venta (S/. por US\$) | 3.153 | 3.238 | 3.176 | 3.085 | 2.996 | 2.992 | 3.014 | 2.952 |
| Tipo de cambio real (Dic 2001=100) | 100.9 | 102.6 | 100.6 | 99.4 | 98.4 | 100.3 | 101.6 | 100.7 |
| Tasa de ahorros (% en S/.) | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| Tasa de préstamo hasta 360 días (% en S/.) | 15.5 | 15.4 | 14.2 | 13.8 | 13.1 | 12.6 | 12.2 | 11.6 |
| Tasa de ahorros (% en US\$) | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Tasa de préstamos hasta 360 días (% en US\$) | 9.6 | 9.3 | 9.2 | 9.0 | 8.6 | 8.3 | 8.0 | 7.5 |
| Balanza comercial (mill. US\$) | -143 | 272 | 370 | 132 | 656 | 441 | 560 | n.d. |
| Exportaciones (mill. US\$) | 1.628 | 1.813 | 1.940 | 1.806 | 2.141 | 2.107 | 2.301 | n.d. |
| Importaciones (mill. US\$) | 1.772 | 1.540 | 1.570 | 1.674 | 1.486 | 1.666 | 1.740 | n.d. |

Indicadores trimestrales

| | 2007 | | | | 2008 | | | | 2009 | | |
|--|------|---------|----------|-----------|----------|------|---------|----------|-----------|----------|--|
| | Año | I Trim. | II Trim. | III Trim. | IV Trim. | Año | I Trim. | II Trim. | III Trim. | IV Trim. | |
| PBI (Var.%) | 8,9 | 10,3 | 11,8 | 10,9 | 6,5 | 9,8 | 1,8 | -1,1 | | | |
| Consumo privado | 8,3 | 8,4 | 9,3 | 9,2 | 8,0 | 8,7 | 3,8 | 1,9 | | | |
| Inversión privada | 23,4 | 19,7 | 34,0 | 27,9 | 21,0 | 25,6 | 1,7 | -20,8 | | | |
| PBI de los sectores primarios | 2,7 | 6,2 | 8,0 | 7,8 | 7,2 | 7,4 | 2,7 | 0,9 | | | |
| PBI de los sectores no primarios | 10,2 | 11,2 | 12,7 | 11,5 | 6,4 | 10,3 | 1,6 | -1,5 | | | |
| Manufactura | 10,8 | 10,6 | 11,1 | 10,0 | 3,4 | 8,7 | -5,3 | -11,1 | | | |
| BALANZA CUENTA CORRIENTE (%PBI) | 1,1 | -2,8 | -4,5 | -3,1 | -2,5 | -3,3 | -1,5 | 0,1 | | | |
| SECTOR PÚBLICO (%PBI) | | | | | | | | | | | |
| Resultado económico del Sector Público no Financiero | 3,1 | 4,3 | 5,4 | 1,4 | -2,7 | 2,1 | 2,3 | 1,2 | | | |
| Ingresos corrientes del gobierno central | 18,1 | 18,0 | 19,5 | 18,4 | 17,0 | 18,2 | 16,3 | 16,2 | | | |
| Gastos no financieros del gobierno central | 14,7 | 11,4 | 12,3 | 18,7 | 16,5 | 14,7 | 13,7 | 14,4 | | | |
| Deuda pública total | 29,6 | 27,5 | 25,2 | 23,8 | 24,0 | 24,0 | 24,7 | 26,0 | | | |
| Deuda pública externa | 18,7 | 16,7 | 15,5 | 14,6 | 15,1 | 15,1 | 15,8 | 16,3 | | | |
| Deuda pública interna | 11,0 | 10,8 | 9,7 | 9,2 | 8,9 | 8,9 | 8,8 | 9,8 | | | |

LA ECONOMÍA durante la dominación colonial temprana*



CARLOS CONTRERAS**

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

** Editor del mencionado Compendio. Docente de la PUCP.



Los cambios que trajo consigo la conquista o invasión española fueron de tal magnitud que nadie duda que significaron el inicio de una nueva era en la historia del Perú.

En 1532, la hueste de conquistadores españoles que había desembarcado en Tumbes a finales del año anterior, capturó al Inca Atahualpa. Con ese acto se dio inicio al derrocamiento del Estado Inca y su sustitución por un nuevo gobierno, dominado por ellos. Unos quince a veinte años después, la corona española consolidó su dominio sobre las nuevas tierras, desplazando a los conquistadores, que reclamaban mayores derechos y autonomía sobre las posesiones que habían ganado sin mayor apoyo de aquella.

En el terreno económico los españoles no solamente introdujeron nuevos cultivos, animales y tecnología, sino que también trasladaron nuevas instituciones y organizaciones económicas, como la moneda, el trabajo asalariado, las ciudades y la hacienda o latifundio agropecuario. Dieron inicio a un nuevo sector productivo, destinado a cumplir un rol protagónico entre nosotros, la minería, y vincularon a la economía peruana con el resto del mundo, precisamente de la mano de este nuevo sector.

De otro lado, hacia 1700, con la muerte del rey de España, Carlos II, se desató una crisis de sucesión en dicha monarquía, que terminó de resolverse recién en 1713, con el advenimiento de una nueva dinastía, conocida como la de los Borbones. Por ello, el período que va desde 1532 hasta 1700, es llamado “período de los Austrias” o de los reyes Habsburgo, a fin de diferenciarlo de la época de los Borbones, corrida desde 1700. La historiografía considera que ambas dinastías tuvieron estilos distintos para gobernar sus colonias: uno mucho más laxo que dejaba más espacio a la autonomía y a las peculiaridades locales, el de los Austrias, y otro más autoritario, aunque a la vez más preocupado por el “progreso” económico, el de los Borbones.

En esta *Introducción* quisiera precisar algunas de las claves del período de los Austrias en el Perú, que terminan dándole cierta unidad y continuidad, en medio de las transformaciones que ocurrieron a lo largo de más de siglo y medio que dicha cronología contempla. Por tratarse de un compendio de historia económica, pondré el acento, naturalmente, en los temas que atañen al devenir de la producción y el consumo en el espacio del virreinato peruano, así

como a las condiciones del entorno social y político que afectaron dicha producción y consumo.

Una primera clave tendría que ver con el espacio geográfico del virreinato. Aquí habría que precisar que aunque sobre el papel éste era muy extenso, en la práctica, el gobierno tenía muy poco control sobre él, además de estar sus diferentes regiones mal comunicadas. Comúnmente suele referirse que hasta la creación de los nuevos virreinos de Nueva Granada y Río de La Plata, en el siglo XVIII, el virreinato peruano abarcaba toda Sudamérica menos el Brasil (que, por lo demás, era más pequeño que la república que hoy es). Pero la realidad es que el dominio efectivo que el virrey de Lima tenía de semejante territorio era muy limitado. En el norte, las Audiencias de Santa Fe de Bogotá y Quito—fundadas tempranamente, hacia los mediados del siglo XVI— aunque formalmente dependían del virreinato de Lima, en el terreno de los hechos mantenían bastante autonomía. Solo en momentos críticos para la seguridad del imperio, la llegada de tropas o de caudales desde Lima les recordaba el vínculo de dependencia con ella. Por el oriente, el control español no avanzaba más allá de la región de la sierra; recién en el siglo XVIII el Estado colonial intenta ingresar en la región amazónica. Las ciudades de Chachapoyas, Tarma y Huamanga funcionaron como ciudades-frontera con la región del oriente, de modo que venían a demarcar los límites políticos del gobierno de Lima, al modo de “fronteras vivas”.

Por el sur, el dominio del virreinato peruano se extendía hasta las ciudades de Tucumán y Córdoba (en la actual Argentina), fundadas en la segunda mitad del siglo XVI, incluyendo la región de Charcas, conocida como el Alto Perú. Aunque en esta última región se constituyó también una Audiencia propia (Charcas), la importancia que la minería de Potosí y Oruro mantuvo para la Real Hacienda (o economía pública virreinal) fue tal que el gobierno de Lima tuvo siempre una fuerte injerencia sobre los asuntos de Charcas. Esta fue una diferencia importante frente a la relativa independencia con que se manejaron las Audiencias del norte. Por ser una región interior, sin rápida salida al mar, para el gobierno de Lima fue

más sencillo controlar los destinos de Charcas. Las ciudades del Cuzco y La Paz servían como ciudades-escala en el cordón umbilical que unía a Lima con la región minera del Alto Perú. Por la costa del Pacífico, el dominio de Lima se iba atenuando conforme se alejaban las distancias y conforme hubiese o no, algún centro económico de interés fiscal. Arica y Tarapacá se mantenían claramente dentro del “espacio peruano”, por servir el primero como puerto de salida de la minería del Alto Perú y por contener, la segunda, algunos asentamientos productores de plata. Más al sur, el vínculo político comenzaba a debilitarse. Callao con Valparaíso mantenían alguna comunicación, tanto política cuanto comercial, lo que garantizaba cierto control del virrey del Perú sobre las villas del centro chileno. De todos modos, las colonias de Santiago y Concepción debían aprender a bastarse a sí mismas.

Se trataba de un vasto espacio, de alrededor de un millón y medio de kilómetros cuadrados, que contemplado desde los estándares actuales, estaba muy poco poblado y, por lo mismo, muy mal comunicado. Todavía no se ha logrado establecer con precisión cuánta era la población prehispánica en los Andes al momento de la irrupción española, pero sí hay consenso acerca de que los primeros decenios de esta irrupción significaron una aguda caída demográfica. Incluso, considerando las cifras más prudentes acerca de la población del Tahuantinsuyo en 1530 (algo menos de tres millones de personas), un siglo después de la conquista europea solo sobrevivían unos 600 mil indios, a los cuales podría añadirse unas pocas decenas de miles de esclavos de origen africano y una cantidad similar de españoles y mestizos. La población total no superó el millón de habitantes hasta bien entrado el siglo XVIII.

Las causas de la gran despoblación siguen siendo materia de conjetura. Epidemias provocadas por virus desconocidos, guerras y violencias entre los conquistadores y los indios, o entre los propios conquistadores, que usaban a los indios como fuerza de choque, han sido esgrimidas como causas. El hecho es que recién en el siglo XVII, la población consiguió estabilizarse, después de haber perdido no menos de sus cuatro quintas partes. De acuerdo a los estudios demográficos de Noble D. Cook, la región de la costa fue la más devastada por la crisis demográfica, mientras que el sur andino fue el que mejor se defendió.

Las posibilidades mercantiles a que daba pie esa escuálida población eran, por supuesto, muy reducidas. La tierra sobraba y el trabajo era, en cambio, desesperantemente escaso. En tales condiciones lo difícil no era conseguir los recursos naturales para producir, sino atraer los trabajadores necesarios para arrancar dichos recursos del suelo. El capital disponible era también escaso. No existía la magia de la moneda fiduciaria para expandir la oferta monetaria. Y este magro capital debía consumirse en asegurar la mano de obra más que en instalar

máquinas o instrumentos que apoyasen el trabajo humano.

Las formas que históricamente han servido para que unos hombres obliguen o convencen a otros hombres a trabajar para ellos han sido el uso del poder (sea militar, religioso, o de organización) y la amenaza de la violencia (como en la esclavitud); la oferta de protección a fin de librar, y defender, a los potenciales trabajadores de la violencia y la arbitrariedad de otros (como en la servidumbre feudal); o la falta de tierras libres, que no dejaba más alternativa a los desposeídos de tierras que ofrecer su trabajo a los que controlaban los recursos (la proletarianización). Esta tercera fórmula es la que resulta más económica para la sociedad, puesto que hay menos necesidad de distraer recursos en vigilantes, soldados y verdugos, como en las otras dos, pero era precisamente ella la que no estaba disponible para los hombres del período colonial, dado el panorama de la relación tierra/población. Es cierto que incluso en escenarios así, la tierra podría ser acaparada por unos pocos, obligando al resto a ofrecerles su mano de obra, pero cuando estamos frente a un desbalance tan fuerte entre tierras (abundantes) y hombres (escasos), los costos de proteger la propiedad de la tierra acaparada podrían ser tan grandes que no alcanzarían a ser compensados con su explotación productiva, a menos que se cosechasen diamantes.

Los colonos españoles se afanaron en trasladar al virreinato animales y herramientas que ahorrasen la necesidad de trabajo. Bueyes que tiraban arados, mulas que podían trasladar sobre sus lomos más de cien kilos, por todo tipo de caminos; molinos que se



**Será tarea futura
determinar el balance
entre lo que
se perdió y se ganó
con la conquista
española**

movían por la fuerza de una caída de agua, barretas de fierro que podían horadar las peñas en las minas, o servir de palanca en los trabajos del campo, y ruedas que permitiesen la acción de las poleas para las operaciones de izaje, o el traslado de materiales, fueron una forma de compensar la escasez de trabajadores locales.

La esclavitud no dejó de ser una fórmula socorrida. La presencia de europeos en las costas africanas desde finales del siglo XV permitió surtir de mano de obra forzada a las empresas coloniales americanas. Pero se trataba de un procedimiento costoso. Tómese en cuenta la necesidad de adelantar un elevado capital a través de la compra del esclavo, la incertidumbre de su rentabilidad (el esclavo podía enfermar, escaparse o morir) y la poca calificación de esta mano de obra, era de suyo difícil. Solo empresas de muy alta rentabilidad, o donde la necesidad de contar con una mano de obra permanente era importante, podían permitirse el lujo de operar con este tipo de mano de obra. El resto de empresas debía resignarse a la segunda fórmula, la de la servidumbre, ofreciendo a los indios (a quienes tempranamente la corona española había prohibido esclavizar) tierra (que era el factor abundante) y protección, no tanto frente a los ataques de vecinos violentos, como en la edad medio europea, sino frente a las exacciones que las autoridades coloniales (y también las indígenas, que en esto hicieron un rápido aprendizaje) practicaban frente a cualquier indio que no contase con un señor que lo amparara. Pero debió suceder a menudo, que las dificultades para proveerse de mano de obra eran tan grandes que se renunciaba a la empresa (o esta ni siquiera llegaba a ser concebida) y los colonos buscaban ganarse la vida como burócratas o sacerdotes.

El problema de las fórmulas laborales de la esclavitud y la servidumbre es que no aumentan el consumo de bienes, como históricamente sí ha ocurrido con el trabajo libre. En este sentido, no colaboran con la expansión del mercado interno, o lo hacen solo débilmente. Pueden servir para economías coloniales, donde de lo que se trata es de exportar bienes, sin esperar que este tipo de economía pueda servir como un mercado dinámico de bienes de consumo. Los esclavos produjeron en el Perú colonial bienes para el mercado exterior: azúcar, oro y plata, principalmente. Del resto de la producción se hizo cargo otro tipo de mano de obra: yanaconas o siervos, o trabajadores independientes que operaban en el marco de una economía de autosubsistencia.

La introducción de la mita (un sistema de trabajo forzado, rotativo y remunerado) fue por ello un punto de quiebre importante en la historia del Perú colonial. Supuso la instauración de un tributo en trabajo a la población indígena, que obligaba políticamente a los indios que constituían, hacia los finales del siglo XVI, el 85 a 90 por ciento de la población, a trabajar para los empresarios coloniales de acuerdo a un sistema de turnos que duraba un año de cada



siete. Desde entonces, la oferta laboral disponible para los empresarios coloniales permitió la inversión en una minería moderna en el contexto de la época, así como en grandes talleres textiles de ropa basta (los obrages). Esta práctica fue instaurada por el virrey Toledo en 1573 y estuvo en la base del gran impulso económico que cobró desde ese momento la producción del virreinato peruano, especialmente en el ámbito de la minería. Lo interesante fue además que, tal como señaló Heraclio Bonilla hace algún tiempo, la mita funcionó como una forma de aprendizaje de los campesinos para la venta de su fuerza de trabajo. Así, al poco tiempo de su instauración, aparecieron en la minería los indios “mingas” o trabajadores voluntarios.

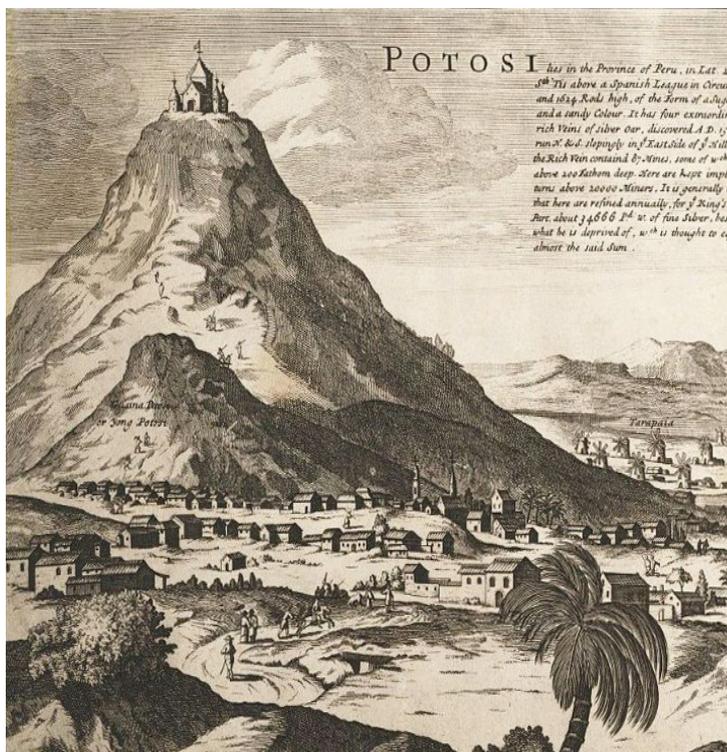
Lo exiguo del mercado colonial devenía, de un lado, de la poca densidad demográfica; de otro, del poco número de trabajadores libres; y finalmente, del pequeño tamaño de la población urbana. Históricamente ha sido ésta la que ha alimentado más poderosamente la expansión de los mercados, puesto que por definición la población urbana no produce sus propios alimentos ni otros bienes de consumo cotidiano. Por el contrario, compra dichos bienes, lo que promueve el comercio y la especialización de los productores. La población urbana, más expuesta a la interacción social y a la mirada de los otros, es la que se adelanta primero en la sofisticación del consumo, adquiriendo bienes de mayor grado de elaboración o acabado. Pero, salvo la villa minera de Potosí, sobre la cual se manejan cifras de población legendarias, las ciudades del Perú colonial temprano eran pequeñas, al tiempo que sus habitantes no habían terminado de cortar sus vínculos con el campo. Muchos de ellos seguían poseyendo chacras o terrenos de cultivo en los alrededores, lo que les permitía mantener una

ESCLAVITUD Y SERVIDUMBRE.
Fórmulas laborales usadas durante el Perú colonial temprano.

dosis importante de autarquía. Al terminar el siglo XVII, solo Potosí rebasaría los cincuenta mil habitantes. Lima reunía alrededor de treinta mil y el resto de ciudades (Cuzco, Arequipa, La Paz, Quito) no llegaba, seguramente, a las veinte mil almas cada una.

Otra característica que debemos retener del Perú de aquella época es el papel principal que el Estado tenía en materia de transferencias de excedentes económicos. Dado lo estrecho del mercado y la enorme proporción que tenía la economía de autosubsistencia en la que vivía la mayor parte de la población indígena, era el pago de los tributos la vía más voluminosa de las transacciones. Por la vía del tributo parte del excedente de los indios iba a las manos de los encomenderos (que fueron algo así como la elite de los colonos españoles hasta los inicios del siglo XVII) y parte del excedente de los productores mineros se trasladaba al Estado. Esto quiere decir que el mercado no se movía tanto por transacciones voluntarias, sino por transferencias coactivas. Cualquier cambio en las pautas tributarias tenía, así, un fuerte correlato en la economía colonial. Un aumento en el tributo cobrado a los indios, acrecería su oferta de trabajo a los empresarios locales (si es que no desataba una rebelión); una disminución del impuesto cobrado a los productores del sector mercantil o “sector español” (terratenientes o mineros) podía hacer crecer su producción de forma significativa, o devolver al registro legal la parte que circulaba como contrabando. Como los impuestos se cobraban sobre los montos brutos de la producción (y no sobre los netos, por la virtual imposibilidad de controlar esta brecha), cualquier descuento o aumento de las tasas tributarias tenía efectos muy sensibles sobre la conducta de las gentes.

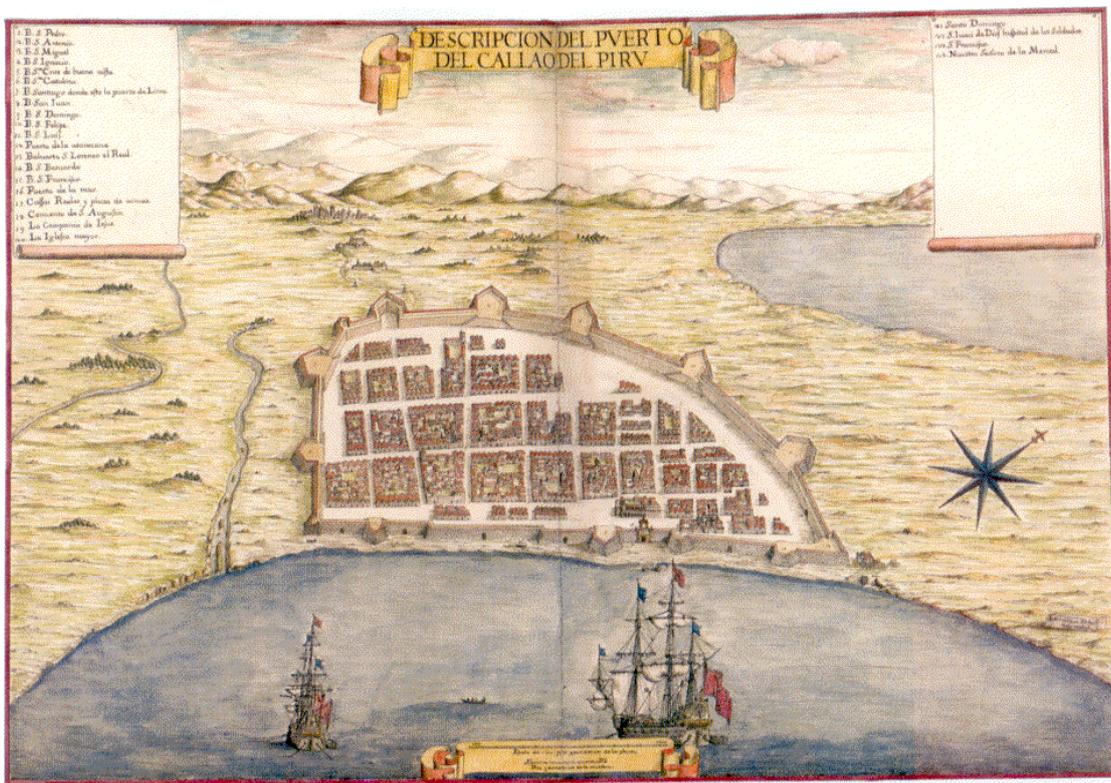
POTOSÍ. Sólo esta ciudad rebasaba los 50 mil habitantes en el Perú colonial temprano.



El tema de los derechos de propiedad solo recientemente ha comenzado a preocupar a los estudiosos de la economía colonial. Habitualmente se señala que los españoles introdujeron en el Perú la propiedad privada y el comercio. Los cronistas del siglo XVI, buscando defender la legitimidad de la presencia hispana en el país, criticaron que durante el período de la “tiranía de los incas”, estos no dejaban tener a los indios “cosa suya, propia en particular”. Con esta condena, los cronistas abrían paso a la idea de que los nuevos vasallos del rey en América debían acceder, ya cristianizados, a la propiedad privada de sus tierras y recursos, siempre y cuando cumplieren con sus tributos. Esta convicción, junto con la instauración de la escritura, que permitió un registro más eficiente de la propiedad, dio paso a la extensión de los primeros “títulos de propiedad” en el Perú. Incluso las comunidades indígenas recibieron sus títulos de tierras, pero estos no llegaron a individualizarse al nivel de cada familia, permaneciendo estas tierras “comunales”, igual que las de la Iglesia, como una propiedad “corporativa”. Como es sabido, este tipo de propiedad tiende a inmovilizar los recursos, haciendo poco fluido el juego del mercado. Temerosos de que los españoles engañasen a los indios en las transacciones y les comprasen a vil precio sus tierras, las autoridades llegaron a prohibir la venta de las tierras indígenas, que de este modo fueron sacadas del mercado. De modo que si bien el dominio español instauró la propiedad en el país, a la vez conformó organizaciones como los mayorazgos y la propiedad corporativa, que limitaron su circulación mercantil.

La expropiación de las minas de azogue de Huanavelica a sus descubridores, en la década de 1570, junto con la anterior limitación de la propiedad de las encomiendas a dos vidas (dos generaciones), pareció la señal de una sistemática política de irrespeto a los derechos de los propietarios. Pero creemos que esta imagen de la política del Estado colonial ha sido sobredimensionada por los historiadores estadounidenses que buscaron las razones del “éxito” económico norteamericano frente a lo que consideraron el “fracaso” sudamericano. Por lo general, el Estado colonial resarcía a los expropiados y negoció con ellos el traspaso de sus derechos.

La otra gran novedad de la época fue, desde luego, el comercio “exterior” o de larga distancia. Aun cuando, seguramente, fue una parte menor del producto bruto interno colonial la que compuso las exportaciones, este comercio tenía profundas implicancias para las finanzas del gobierno y la organización de un mercado interno (una idea que desarrolló el historiador argentino Carlos S. Assaourian). El comercio exterior no podía practicarse libremente, sino que debía limitarse al que conectaba con la metrópoli española, o con sus posesiones.



CALLAO. Nos fuimos convirtiendo en una economía de exportación.

Felizmente estas eran abundantes, de modo que el Perú pudo realizar intercambios con casi toda América e incluso con lugares tan lejanos como Filipinas. Fue el comercio exterior el que dio valor a las minas andinas, y éstas, las que dinamizaron, en sus entornos, la producción de insumos como la sal, el azogue, las mulas y las llamas, y de bienes de consumo que sostenían a la población de los campamentos. Con el fin de controlar mejor este comercio, que servía como un asidero fiscal importante, las autoridades redujeron al mínimo los puntos por donde podía realizarse, beneficiándose el Callao como la gran plaza redistribuidora del comercio ultramarino sudamericano.

El período del dominio colonial temprano tuvo, así, tanto signos negativos cuanto positivos para la evolución económica de lo que hoy es el Perú. Del primer lado podemos anotar la caída demográfica y la especialización del país como una economía exportadora de materias primas, que no requería de una mano de obra muy abundante. Es decir, el perfil perfecto de una economía colonial. Del segundo, el arribo de nueva tecnología y nuevas instituciones económicas, que permitieron el incremento de la productividad. Es cierto que la crisis demográfica y el desmoronamiento del Estado inca produjeron también una pérdida de eficiencia de la economía anterior y un abandono de la tecnología autóctona. Fueron desapareciendo canales de riego, sistemas de andenería y otro tipo de conocimientos (entre los cuales parece que estaba, por ejemplo, el uso del guano de las aves marinas). Será tarea de la investigación futura



Si bien el dominio español instauró la propiedad en el país, a la vez conformó organizaciones como los mayorazgos y la propiedad corporativa, que limitaron su circulación mercantil

determinar cuál fue el balance final entre lo que se perdió y se ganó con la conquista española, pero la impresión actual es que tras un (largo) período de ajuste, en que pesaron más los efectos negativos, la productividad del trabajo aumentó y los recursos naturales fueron mejor aprovechados. ■



libros y certámenes

SEMINARIO SOBRE EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y LAS IMPLICANCIAS PARA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Altas autoridades de diversos bancos centrales del mundo, inversionistas del exterior y destacados académicos internacionales, entre ellos el reconocido economista Nouriel Roubini, analizaron la situación financiera global, el estado del sistema monetario internacional y el rol de las economías emergentes en el actual contexto de la crisis global. El evento fue organizado por el BCRP y el Comité de Reforma de Bretton Woods en el Cusco.



CURSO DE ACTUALIZACIÓN

El Gerente General del Banco Central, Renzo Rossini, inauguró los Cursos de Actualización y Selección para alumnos de Economía de las universidades del interior del país y de Actualización para profesores de Economía. Los alumnos recibirán clases en macroeconomía, microeconomía, econometría y matemáticas. Al finalizar el curso se seleccionará a los más destacados, quienes participarán en el 56° Curso de Extensión Universitaria 2009. El curso para profesores comprenderá la actualización en macroeconomía, microeconomía, econometría y evaluación de proyectos.

CAPACITACIÓN A ASESORES PARLAMENTARIOS

En local central del BCRP, se realizaron las conferencias económicas dirigidas a los asesores del Congreso de la República. Las dos primeras charlas se orientaron a dar a conocer la página web como fuente de información económica. Además, se realizó una exposición con el análisis y las proyecciones contenidas en el reciente Reporte de Inflación. Al evento, inaugurado por el congresista Luis Falla Lamadrid, asistieron asesores de las diferentes bancadas parlamentaria.



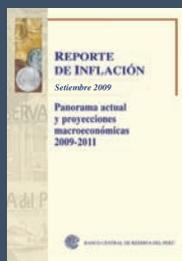
PREMIAN GANADOR NOVELA CORTA

El escritor Jorge Eduardo Benavides, con su obra "La paz de los vencidos", fue premiado como ganador del Concurso de Novela Corta Julio Ramón Ribeyro 2009 del BCRP. En la ceremonia la obra fue comentada por Alonso Cueto, uno de los miembros del jurado que la declaró ganadora por mayoría. Además del premio de S/. 20 000, la novela ha sido publicada por Alfaguara y el BCRP, y será distribuida a nivel nacional. Jorge Eduardo Benavides, nació en la ciudad de Arequipa, estudió Derecho y Ciencias Políticas en la Universidad Inca Garcilaso de la Vega en Lima.



REPORTE DE INFLACIÓN

El presidente del BCRP, Julio Velarde, presentó a los medios de comunicación locales e internacionales, el Reporte de Inflación: panorama actual y proyecciones macroeconómicas, correspondiente a setiembre de este año. En la conferencia confirmó que la inflación retornó al rango meta 2009-2010. Horas antes, el gerente general del Banco, Renzo Rossini, acompañado de los funcionarios de la institución, presentaron el Reporte a los tesoreros de los bancos y analistas económicos.



"LA PAZ DE LOS VENCIDOS"

JORGE EDUARDO BENAVIDES

XII PREMIO DE NOVELA CORTA JULIO RAMÓN RIBEYRO DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA

Un inmigrante peruano en la soleada y lejana isla de Tenerife da cuenta de sus historias mínimas en un cuaderno-diario que empieza con su nuevo trabajo en un salón recreativo de máquinas tragamonedas. Sus días transcurren entre el trabajo y el lento acomodo a su nueva vida en una pequeña ciudad española.

Los personajes que lo rodean se encuentran en una situación muy parecida, paralizados por sus pequeños fracasos pero tranquilos, asfixiados por esa aterradora paz de los vencidos a la que alude el título. Capote, su amigo escritor que ha dejado de publicar hace años. El profesor, un hombre viejo y solitario, ya sin alumnos, con el que entabla una cálida relación. Enzo, el músico uruguayo, el eterno bohemio que pasa por la vida, y su novia, la joven y guapa Elena. Y él, acechado todavía por el recuerdo de una dolorosa relación fallida. Cuando su vida parece enderezarse hacia un rumbo más amable, algo ocurre que cambiará nuevamente su destino.

¿TIENES BILLETES O MONEDAS EN ESTAS CONDICIONES?



CÁMBIALOS

Todas las empresas del sistema financiero están obligadas:

- I. Al canje de tus monedas y billetes sin costo.
- II. Al canje de tus monedas y billetes deteriorados, siempre que a éstos últimos no les falte la mitad o más; el anverso o el reverso, o sus dos numeraciones.
- III. A la retención de las falsificaciones.

Recuerda que:

Las empresas financieras están prohibidas de poner en circulación billetes y monedas manchados o deteriorados.

Todos los billetes y monedas emitidos por el Banco Central de Reserva son de uso y de aceptación forzosa para el pago de toda obligación.



Las pesetas

(conocidas como "Moñonas")

El origen de estas monedas se relaciona con la grave crisis económica de la década de 1870, algunos años antes de la guerra con Chile, que obligó al gobierno a emitir monedas provisionales de níquel y nuevos billetes.

En plena guerra (1881 - 1882), el presidente Nicolás de Piérola cambió el sistema monetario del Perú al patrón de oro. Se adoptó un sistema basado en el "Inca de Oro", pero la medida no se ejecutó, pues las acciones bélicas impidieron la acuñación de monedas en ese metal.

En 1880 sólo se imprimieron billetes expresados en "Incas" y durante la ocupación de Lima por los chilenos en la Guerra del Pacífico, cuando la Casa de Moneda funcionó en Ayacucho, se acuñaron monedas de plata fraccionarias, como las de una y cinco pesetas, éstas últimas llamadas "Moñonas".



MUSEO NUMISMÁTICO DEL PERÚ

Jirón Junín 781, Lima