

Los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores y la

ESTABILIDAD FINANCIERA



● ● ●
OPINIÓN
Medidas ante la restricción del crédito internacional

● ● ●
ANÁLISIS
Las reservas internacionales frente a escenarios externos adversos

● ● ●
CRISIS
Los retos a la teoría macroeconómica



IV Concurso Escolar BCRP 2009



Para estudiantes de
Tercero, Cuarto y Quinto
de Secundaria



TEMAS DEL CONCURSO

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

	Colegio	Director	Profesor	Alumno	Premio
Primer puesto	"José Carlos Mariátegui" Aplicación UNA Puno, Puno	Hugo Gabriel Maquera Sánchez	Freddy Miguel Cerdea Vásquez	Guadalupe Choque Huacasi Annette Shewitzer Gutiérrez Yaresi Giomar Antoni Calcina Mamani	- A cada alumno: S/. 2 000 - Al profesor asesor: S/. 2 000 - Al colegio: una laptop y un proyector
Segundo puesto	"Santa María" Piura, Piura	Irma Angélica Sánchez Moltalván	Denise del Pilar Núñez Alzamora	María Eliana Martino Chávez Brenda Carolina Saldarriaga Sándiga Sandra María Vásquez Rioja	- A cada alumno: S/. 1 500 - Al profesor asesor: S/. 1 500 - Al colegio: una computadora (PC) y una impresora láser
Tercer puesto	"Carlos Augusto Salaverry" Sullana, Piura	Ramón Cornejo Chumacero	Ricardo Isaac Vegas Chumacero	Anthony Cahuaza Maldonado Antonio Brayan Herrera Azcárate Miguel Ángel Baca Navarro	- A cada alumno: S/. 1 000 - Al profesor asesor: S/. 1 000 - Al colegio: una computadora (PC)



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



Sumario

MONEDA

Diciembre 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 RECEPCIÓN DE LA SEDE CENTRAL DEL BCRP

FOTO SERGIO BELLOTA

ISSN (impreso): 1991 - 0592

ISSN (digital): 1991 - 0606

- ❖ Las opiniones vertidas en esta revista son de exclusiva responsabilidad de los autores.
- ❖ Jirón Miró Quesada 441-445, Lima.
Teléfono: 613 2061

4 FORTALECIENDO LOS SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES EN EL PERÚ

MILTON VEGA

Da cuenta de la operatividad de estos sistemas, con énfasis en la seguridad y eficiencia de la cadena de pagos, todo lo cual contribuye a la estabilidad del sistema financiero.

10 ASPECTOS JURÍDICOS DE LA LEY DE LOS SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

JAVIER QUINTEROS

Muestra cómo la Ley N° 29440, además de propiciar servicios de pagos más rápidos, seguros y eficientes, también fortalece el canal a través del cual se trasmite los efectos de la política monetaria del Banco Central.

16 TRANSFERENCIA ELECTRÓNICA, MANERA SEGURA DE ENVIAR DINERO

MILTON VEGA

De una manera sencilla, en una entrevista publicada en el diario Gestión, explica cómo las personas y empresas, pueden realizar sus pagos haciendo uso de las transferencias electrónicas interbancarias.

18 CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y EL CRÉDITO EN EL PERÚ

ADRIÁN ARMAS

Analiza brevemente las medidas tomadas por el BCRP que contribuyeron a evitar el contagio de la restricción crediticia internacional.

22 EL SISTEMA DE PROYECCIÓN DEL BCRP

CARLOS MONTORO

Facilita la comprensión del uso de los instrumentos de política monetaria, de la información disponible, el análisis de política y de las proyecciones que el BCRP hace para una adecuada toma de decisiones.

25 RESERVAS INTERNACIONALES, CHOQUES EXTERNOS Y POLÍTICAS CONTRA-CÍCLICAS

PAUL CASTILLO

Presenta argumentos que muestran las ventajas para las economías emergentes, de mantener un nivel adecuado de reservas internacionales frente a escenarios externos adversos.

31 LOS RETOS DE LA CRISIS FINANCIERA A LA TEORÍA MACROECONÓMICA

CARLOS MONTORO

Analiza los retos que la crisis global actual ha presentado a la teoría macroeconómica.

34 INDICADORES ECONÓMICOS

35 MARCA DE AGUA: ARTE EN PAPEL

DANIEL ROBLES

Resalta el valor artístico de la marca de agua, una de las medidas de seguridad más antigua utilizada en los billetes.

38 PRIMER CONCURSO NACIONAL DE PINTURA DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA

La actividad cultural del Banco se vio enriquecida por la calidad de los trabajos que concursaron. Se presenta una breve reseña de los ganadores y sus obras.

44 LIBROS Y CERTÁMENES

Fortaleciendo LOS SISTEMAS de pagos y de LIQUIDACIÓN DE valores en el Perú

MILTON VEGA *

Establecer un marco jurídico sólido para el funcionamiento seguro y eficiente de dichos sistemas, contribuirá al mantenimiento de la cadena de pagos y de la estabilidad financiera del país.

* Subgerente del Sistema de Pagos

I. INTRODUCCIÓN

Con fecha 19 de noviembre de 2009, se promulgó la Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores (Ley N° 29440), propuesta por el Banco Central. Esta ley crea el marco legal para que las transferencias interbancarias de fondos y valores se realicen en forma segura y eficiente.

Las transacciones económicas tienen dos fases, (i) la entrega de bienes, servicios o valores y (ii) la cancelación de la correspondiente obligación (pago). Las partes que intervienen en la transacción están interesadas en que ambas fases se lleven a cabo conforme a lo acordado, para evitar pérdidas por incumplimiento.

Los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores reducen los riesgos y costos en las transacciones económicas; como por ejemplo, en los casos asociados al pago en efectivo (robo, pérdida y costo de tiempo, entre otros). En el gráfico 1 se muestra que el cliente de un banco participante en un Sistema de Pagos genera una orden de transferencia de fondos, la que puede ser también emitida por cuenta propia del banco. Dicha orden es procesada electrónicamente por el administra-

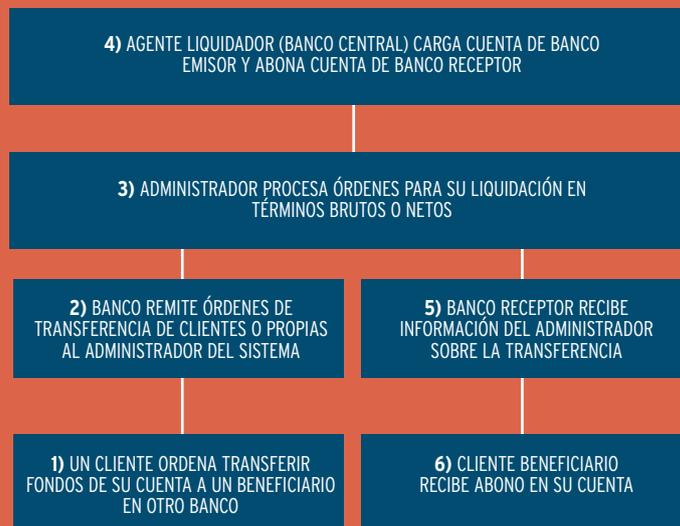
dor del sistema conforme a las normas, acuerdos y procedimientos bajo los que opera el sistema. Las órdenes aceptadas son liquidadas en términos brutos (una a una) o en términos netos (luego de su compensación), mediante cargos y abonos en las cuentas que los bancos mantienen en el Agente Liquidador (Banco Central). Finalmente, el banco participante que es receptor de los fondos deposita éstos en la cuenta del beneficiario.

Similar esquema se puede elaborar en los Sistemas de Liquidación de Valores, a través de los cuales se ejecutan las órdenes de transferencia de valores y los pagos asociados a las mismas.

Los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores están expuestos a diversos riesgos, por ejemplo, un pago tardío (riesgo de liquidez) o un incumplimiento definitivo (riesgo de crédito) que afectan al participante que iba a recibir los recursos (dinero o valores). Asimismo, existe la posibilidad de fallas en los procesos o procedimientos (riesgo operativo) o de que el marco legal sea insuficiente o débil (riesgo legal).

Adicionalmente, el incumplimiento de un participante puede implicar una sucesión de incumpli-

GRÁFICO 1 ■ Transferencias de fondos en los sistemas de pagos



mientos, de manera que los problemas de un agente económico se transmitan a los otros, pudiendo también propagarse a otros sistemas, y afectar la estabilidad de las empresas financieras y de los mercados en los que operan (riesgo sistémico).

En ese contexto, el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (BIS) elaboró 10 Principios Básicos que son pautas generales que promueven el diseño y funcionamiento de los Sistemas de Pagos de importancia sistémica más seguros y eficientes en todo el mundo. El BIS señala también que es tarea de los bancos centrales promover la seguridad y la eficiencia de los sistemas y tener la capacidad expresa para supervisarlos. En el caso de los Sistemas de Liquidación de Valores existen principios de buenas prácticas emitidos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), algunos de ellos, en conjunto con el BIS.

Los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores son de interés público porque pueden ser sujetos de riesgo sistémico, afectando la cadena de pagos y la estabilidad del sistema financiero. Los Sistemas de Pagos considerados de importancia sistémica en el Perú son el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), la Cámara de Compensación Electrónica (CCE) y el Sistema de Liquidación Multibancaria de Valores (SLMV). Este último ejecuta la fase de pagos de los Sistemas de Liquidación de Valores de importancia sistémica.

El valor de las órdenes de transferencia de fondos ejecutadas en moneda nacional y extranjera vía los Sistemas de Pagos fue equivalente a S/. 1,7 millón de millones en 2008, alrededor de 4,6 veces el producto bruto interno anual, registrándose un volumen superior a los 11 millones de transferencias en dicho año.

Los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores son de interés público porque pueden ser sujetos de riesgo sistémico

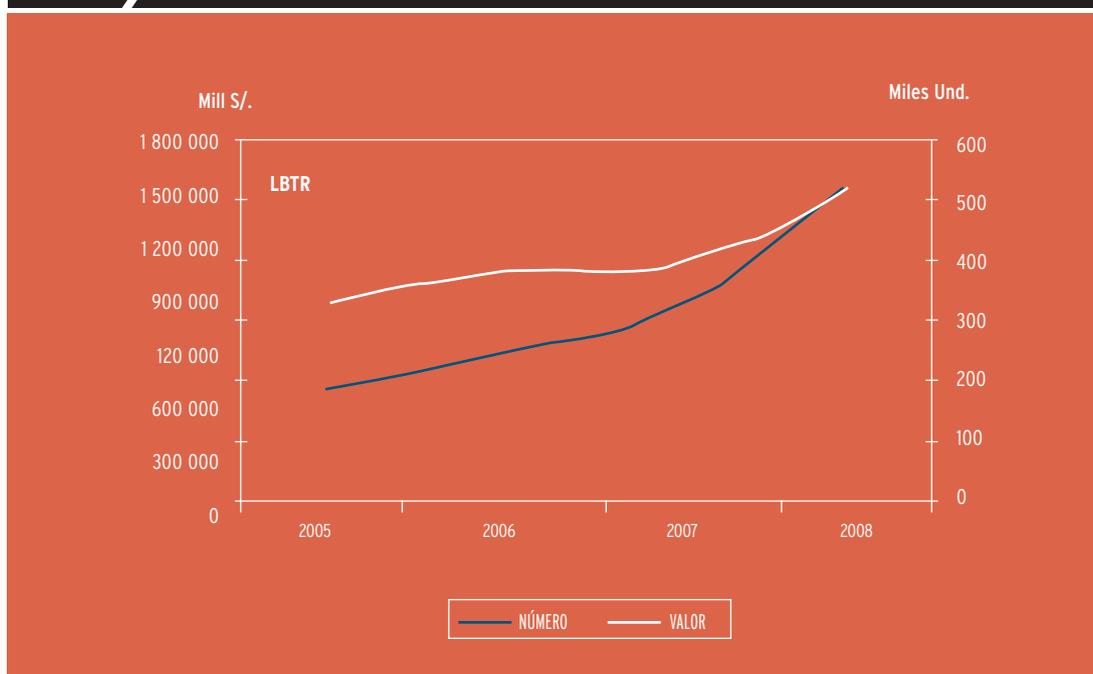
II. SISTEMA DE LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL

Inició operaciones en febrero de 2000, bajo la administración del BCRP. En él se liquidan las transferencias de fondos entre las empresas financieras participantes, incluyendo aquellas originadas por compra-venta de moneda extranjera. Adicionalmente, se liquida el resultado de la compensación de la CCE y el resultado del SLMV. Por el LBTR también se ejecuta la política monetaria.

CUADRO 1 Principios Básicos para los Sistemas de Pago de importancia sistémica

- I. El sistema debe contar con una base jurídica sólida en todas las instancias pertinentes.
- II. Las normas y procedimientos del sistema deben permitir a los participantes comprender claramente el impacto que tiene dicho sistema en cada uno de los riesgos financieros en los que incurrirán a través de su participación en el mismo.
- III. El sistema debe contar con procedimientos claramente definidos sobre la administración de riesgos de crédito y de liquidez que especifiquen las respectivas responsabilidades del operador del sistema y de los participantes, y que brinden los incentivos adecuados para gestionar y contener tales riesgos.
- IV. El sistema debe ofrecer una rápida liquidación en firme en la fecha valor, durante el día y como mínimo al final de la jornada.
- V. Los sistemas donde se realicen neteos multilaterales deben, como mínimo, ser capaces de asegurar la finalización puntual de las liquidaciones diarias en el caso de que el participante con la mayor obligación de liquidación incumpla.
- VI. Los activos utilizados para la liquidación deberían ser un derecho frente al banco central; cuando se utilicen otros activos, éstos deberán implicar un riesgo de crédito o de liquidez nulo o ínfimo.
- VII. El sistema debe asegurar un alto grado de seguridad y fiabilidad operativa y deberá contar con mecanismos de contingencia para completar puntualmente el procesamiento diario de sus operaciones.
- VIII. El sistema debe ofrecer unos medios de pago que sean prácticos para sus usuarios y eficientes para la economía.
- IX. El sistema debe tener criterios de admisión objetivos y a disposición del público, que permitan un acceso justo y abierto.
- X. Los acuerdos para el buen gobierno del sistema deben ser eficaces, responsables y transparentes.

GRÁFICO 2 ■ Evolución del sistema LBTR



Las transferencias de fondos se instruyen y se ejecutan por vía electrónica, liquidándose una a una conforme se van recibiendo (tiempo real), sí y sólo sí los participantes cuentan con fondos suficientes en las cuentas corrientes que mantienen en el BCRP. En caso contrario, la operación entra en “cola”, bajo un esquema de “Bypass FIFO”, a la espera de que el participante tenga los fondos necesarios.

En el LBTR se ordenan transferencias de fondos en nuevos soles o dólares de los Estados Unidos de América, siendo el monto mínimo para las operaciones por cuenta de clientes de S/. 10 000, en moneda nacional, y de US\$ 3 500, en moneda extranjera.

Como el sistema de liquidación bruta en tiempo real exige mayor liquidez a los participantes, el BCRP estableció una facilidad financiera intradiaria para incrementar la fluidez operativa de las transferencias de fondos. Mediante dicha facilidad se otorga liquidez a la banca en operaciones de compra temporal de dólares de los Estados Unidos de América (*swaps*), de títulos emitidos por el Banco Central y de títulos de primera calidad emitidos por terceros (repos), con excepción de acciones, devolviendo los bancos la liquidez recibida a más tardar al cierre del día.

El valor de las transferencias en el LBTR ha venido creciendo significativamente, registrando una tasa de 63 por ciento en 2008, alcanzando un monto que representa el 90 por ciento del total transferido en los Sistemas de Pagos. El número de transferencias, como en todos los sistemas de alto valor, es bajo, constituyendo sólo el 4,6 por ciento del total.

III. SISTEMA DE LIQUIDACIÓN MULTIBANCARIA DE VALORES

En el mercado de valores, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) autoriza y supervisa a la Bolsa de Valores y a las instituciones de compensación y liquidación, y aprueba sus reglamentos internos.

La Bolsa de Valores de Lima es la única bolsa que existe en el Perú y CAVALI ICLV S.A. es la única entidad de compensación y liquidación de valores. CAVALI cuenta con una normatividad interna aprobada por CONASEV para el registro, custodia, compensación y liquidación de valores.

En 2005, a partir de las coordinaciones entre el BCRP, CONASEV y CAVALI, se implementó un nuevo esquema para la fase de pago del Sistema de Liquidación de Valores negociados en Rueda de Bolsa (básicamente acciones), denominado SLMV.

Este sistema reforzó el proceso de liquidación de fondos, ejecutándose a través del Sistema LBTR y teniendo como agente liquidador al BCRP en vez de la banca, lo que redujo significativamente los riesgos financieros en las transacciones con valores. Además, las sociedades agentes de bolsa (SAB), participantes en el sistema, cuentan ahora con un mayor número de bancos liquidadores, lo que les permite acceder a mayores fuentes de financiamiento y brindar más liquidez al sistema.

Todo ello contribuye a perfeccionar el esquema de entrega contra pago, lo que permite controlar

adecuadamente el riesgo de contraparte, esto es, el riesgo de que el vendedor entregue los valores sin recibir los fondos del comprador, o que el comprador transfiera los fondos pero sin recibir los valores que debe entregar el vendedor.

Continuando con el proceso de mejora de la seguridad de la liquidación de las operaciones con valores, en 2007 se incorporó a este sistema la liquidación de fondos de las transacciones con bonos soberanos negociados a través de un mecanismo de negociación centralizada. A diferencia del proceso de liquidación para las operaciones de Rueda de Bolsa en el SLMV, que se basa en una compensación (liquidación neta), la liquidación de fondos en las operaciones con bonos soberanos se realiza operación por operación (liquidación bruta) en el LBTR.

El SLMV registró una disminución en el valor y número de transferencias de valores en 2008, que reflejó la situación de la Bolsa de Valores, afectada por la crisis financiera internacional.

IV. CÁMARA DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA

La Cámara de Compensación Electrónica S.A. inició sus operaciones en noviembre de 2000, siendo sus propietarios los bancos.

Los instrumentos compensables en la CCE son los cheques, las transferencias de crédito, los débitos directos, y las letras de cambio y pagarés, estando operativos a la fecha los dos primeros. La CCE realiza un proceso de compensación o “neteo” y genera un solo cargo o abono para las entidades participantes por cada instrumento. Se realiza un proceso de com-

pensación por día en el caso de cheques y dos en el caso de las transferencias.

A diferencia del cheque, para el que no existe límite máximo de monto, la transferencia de crédito tiene un límite máximo de S/.265 000, en moneda nacional, y de US\$ 50 000, en moneda extranjera

Como corresponde a un sistema de bajo valor, las transferencias en la CCE representan sólo el 9 por ciento del monto transferido en los Sistemas de Pagos, pero el 92 por ciento del número de transacciones. El valor de las operaciones en la CCE tuvo un menor dinamismo en 2008, ya que el cheque, que constituye el 93 por ciento del total, creció en sólo 3,5 por ciento. En contraste, las transferencias de crédito registraron un significativo aumento de 37,3 por ciento en valor. El número de transacciones en la CCE creció en 6,8 por ciento, similar a 2007.

V. LEY DE LOS SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

La Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores elaborada por el Banco Central de Reserva del Perú, con la colaboración de CONASEV, propone que los sistemas de importancia sistémica cuenten con una base jurídica sólida en todas las jurisdicciones pertinentes (principio I del BIS) y con un marco adecuado que fortalezca su eficiencia y seguridad.

La acción de la Ley incide en tres ámbitos claves que se complementan en el logro de sus objetivos: protección jurídica, gobernabilidad y transparencia, y regulación y supervisión.

GRÁFICO 3 ■ Evolución del SLMV

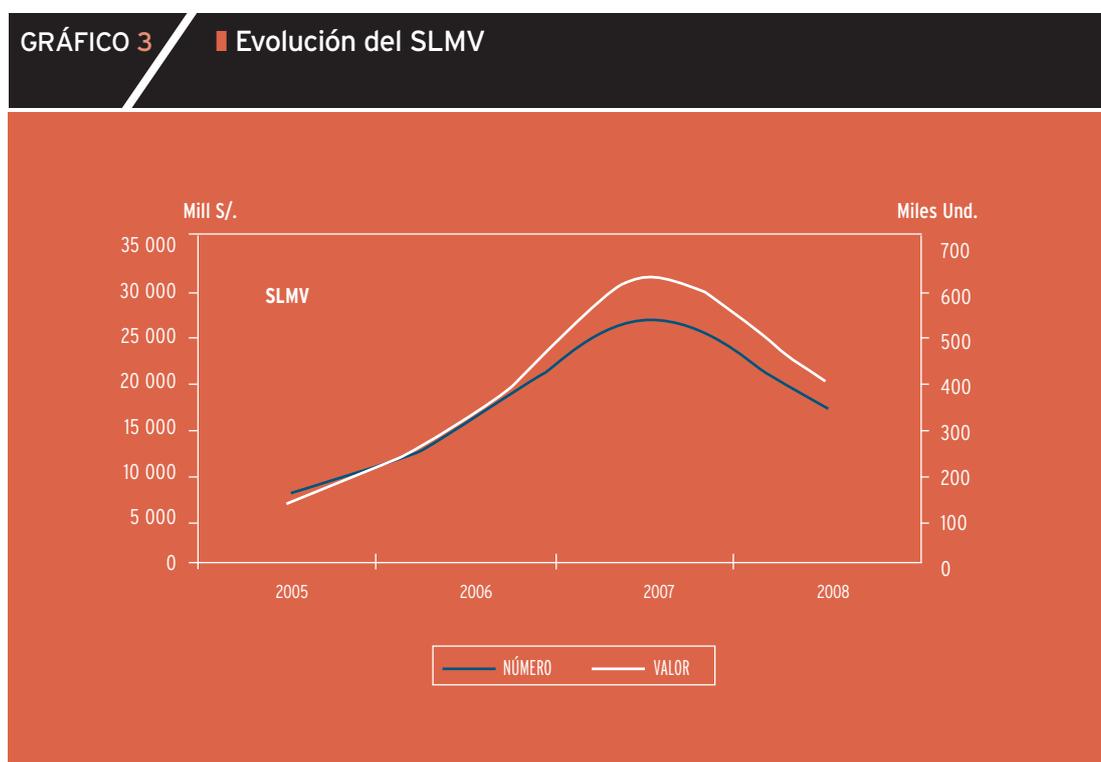
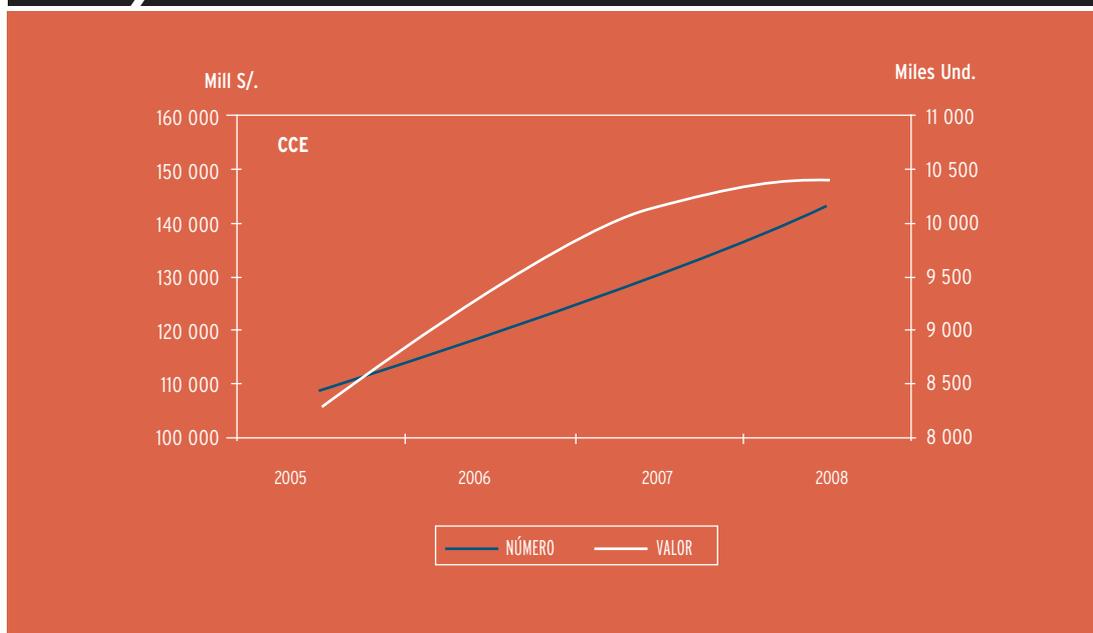


GRÁFICO 4 ■ Evolución de la CCE



Protección jurídica: se otorga protección ante medidas judiciales o administrativas a las operaciones, a los recursos y a las garantías constituidas en los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores, así como a la liquidez que el Banco Central facilite para el buen funcionamiento de los Sistemas de Pagos,

de manera que, incluso en el caso de intervención y liquidación de algún participante, se asegura que las órdenes de pago o transferencia de valores se ejecuten indefectiblemente una vez introducidas y aceptadas en los sistemas.

Gobernabilidad y transparencia: se exige que los administradores de los sistemas cuenten con reglamentos internos que señalen claramente las reglas de gobernabilidad, las obligaciones y derechos de los participantes, el momento de aceptación de las órdenes de transferencia (a partir de lo cual gozan de la protección jurídica), los mecanismos para manejar los riesgos financieros y operativos y los mecanismos de garantía y ejecución.

Regulación y supervisión: se establece que los órganos rectores de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores son el Banco Central y la CONASEV, respectivamente, encargándose dichas entidades, entre otros, de aprobar los reglamentos internos, establecer normas, principios y estándares y de supervisar el cumplimiento de lo dispuesto por esta ley, así como de la observancia de los principios y estándares.

Esta Ley suple el vacío existente en la legislación nacional sobre Sistemas de Pagos, y complementa el marco legal de los Sistemas de Liquidación de valores.

En conclusión, la Ley establece una estructura legal sólida de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores que refuerza la cadena de pagos y la estabilidad del sistema financiero, todo lo cual asegura la eficacia de la política monetaria. ■

La Ley establece una estructura legal sólida de los Sistemas de Pago y Liquidación de Valores que refuerza la cadena de pagos y la estabilidad del sistema financiero, asegurando la eficacia de la política monetaria

A SPECTOS JURÍDICOS

de la Ley de los
Sistemas de Pagos
y de Liquidación
de Valores

JAVIER QUINTEROS *

El BCRP, en uso de la iniciativa legislativa que le confiere el artículo 107 de la Constitución Política, sometió a consideración del Congreso de la República el proyecto de “Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores”. Éste, mediante Ley N° 29440, la ha incorporado al régimen jurídico nacional.

* Subgerente de Asesoría Legal en Asuntos Financieros del BCRP (e).

I. CONSIDERACIONES GENERALES

La Ley de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores¹ incorpora en el marco jurídico nacional, un instrumento que brinda una adecuada protección legal a los sistemas por los que actualmente se canalizan los pagos de las principales transacciones comerciales y financieras de nuestra economía.

La Ley, más allá de propiciar servicios de pagos más rápidos, seguros y eficientes, apunta al logro de objetivos de interés público, como son el fortalecimiento de la cadena de pagos y la estabilidad del sistema financiero². Simultáneamente, fortalece el canal a través del cual se transmiten los efectos de la política monetaria del Banco Central.

II. LOS SISTEMAS DE PAGOS EN EL MARCO DE LA LEY

En su acepción más amplia, puede considerarse como sistema o acuerdo de pagos a todo mecanismo operativo que permite a sus participantes realizar pagos entre sí, lo que supone la previa existencia de relaciones de naturaleza civil, comercial o financiera, cuya cantidad y recurrencia motivan la aparición—formal o no—de tales mecanismos, destinados a facilitar la ejecución de los pagos propios de esas relaciones.

La generalidad de ese concepto se ha decantado hasta posicionarse, casi exclusivamente, en el ámbito de los servicios de pago que brindan las entidades financieras a lo largo del mundo. Por ello, se entiende que al referirse a los Sistemas de Pagos, se alude a las transferencias de dinero—por cuenta propia o de terceros—, y a los servicios de pagos y de requerimientos de pagos (en adelante nos referiremos a todos ellos como transferencias), que las entidades financieras brindan a sus clientes para la cancelación de obligaciones, principalmente representadas en los denominados instrumentos de

pagos (cheques, letras de cambio, etc.) que se generan en las referidas relaciones civiles, comerciales o financieras de una economía³. Los Sistemas de Liquidación de Valores conciernen a la ejecución de los pagos por la adquisición de títulos en los mercados de valores y están vinculados a los mecanismos de entrega de dichos valores.

Los Sistemas de Pagos adquieren especial relevancia cuando, debido al valor individual de cada operación o al valor total de las transferencias que realizan, se convierten en elemento crítico para el óptimo desarrollo de la cadena de pagos de una economía o, visto desde otro ángulo, cuando la deficiencia de sus servicios o la eventual materialización de los riesgos que los amenazan tienen la potencialidad de afectar sustancialmente el desarrollo de la citada cadena de pagos e, incluso, la estabilidad del sistema financiero. Tales Sistemas de Pagos, así como los sistemas de Liquidación de Valores, que constituyen el soporte para la culminación (liquidación) de las grandes operaciones de inversión y financiamiento de una economía, son los que adquieren la calificación de sistemas de importancia sistémica y, en tal sentido, son los que demandan una protección especial en los términos recogidos en la Ley⁴.

Para su estudio, diseño operativo, identificación de riesgos y regulación, los Sistemas de Pagos suelen ser clasificados en Sistemas de Pagos de bajo y de alto valor. Los primeros son denominados de “liquidación neta” y se caracterizan por procesar las transferencias en bloque, someterlas a procesos de compensación y liquidarlas en tiempo diferido, todo lo cual constituye un ciclo de compensación y liquidación, comprenden pagos y cobros masivos y recurrentes, pago de remuneraciones, de impuestos, pagos de servicios públicos, pago de proveedores, etc. Estas transferencias requieren la intervención

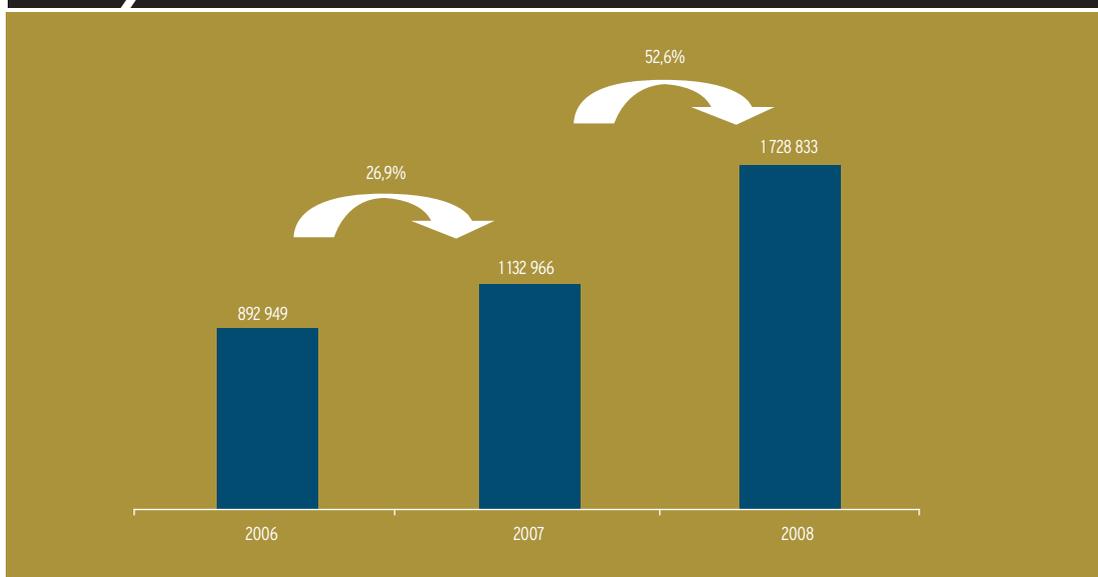
¹ El proyecto fue coordinado con la CONASEV en lo concerniente al Sistema de Liquidación de Valores.

² Al respecto, cabe citar lo expresado en el Informe del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (BIS) del año 2000: “los sistemas de pagos sistémicamente importantes constituyen un mecanismo esencial en el apoyo de la efectividad de los mercados financieros (...) Los sistemas diseñados deficientemente pueden contribuir a crisis sistémicas si los riesgos no se contienen adecuadamente, con las consecuencias de que los impactos financieros se transmitan de un participante a otro, (o) extenderse más allá (...) amenazando la estabilidad de los mercados de dinero y de otros mercados financieros nacionales e internacionales. Los sistemas de pago sistémicamente importantes son en consecuencia cruciales para la economía, y **la política pública debe tomar como objetivo su seguridad y eficiencia**” (énfasis nuestro).

³ Con base en esos elementos comunes se han elaborado diversas propuestas para definir lo que es un Sistema de Pagos. Así, por ejemplo, para el BIS un “sistema de pagos es un conjunto de instrumentos, procedimientos y normas para la transferencia de fondos entre los participantes del sistema. Esto suele implicar que existe un acuerdo entre un grupo definido de participantes en el sistema y el operador del mismo, y que la transferencia de fondos se realiza utilizando una infraestructura técnica acordada de antemano” (tomado de “Principios Básicos para los Sistemas de Pagos de Importancia a Nivel Sistémico”, BIS, 2001, página 15). Para la legislación chilena “El sistema de pagos comprende el conjunto de instrumentos, normas y procedimientos por medio de los cuales se efectúan las transferencias de fondos entre agentes económicos”, en tanto que para la legislación mexicana, constituyen Sistemas de Pagos los acuerdos o procedimientos que reúnan ciertos requisitos (referidos a la participación de no menos de tres entidades financieras autorizadas y, que canalicen mensualmente operaciones por encima de un monto mínimo), que tengan por objeto la Compensación de Órdenes de Transferencia o la Liquidación de Órdenes de Transferencia Aceptadas. El Glosario de Términos Utilizados en los Sistemas de Pagos y Liquidaciones, elaborados por el Banco Mundial y el CEMLA, de junio de 2002, los define como “un conjunto de instrumentos, procedimientos y reglas para la transferencia de fondos entre los participantes de un sistema. Generalmente incluye acuerdos en relación con la infraestructura técnica a ser utilizada (...)”.

⁴ Es universalmente entendido que las regulaciones sobre Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores se refieren a aquellos considerados como sistémicamente importantes; por tanto, excluye a las que no califican como tales. “Se dice que un sistema es sistémicamente importante cuando, en caso de no estar suficientemente protegido contra riesgos, una alteración en el sistema puede detonar o transmitir efectos negativos a mayor escala entre los participantes o crear alteraciones sistémicas en el conjunto del sector financiero. La perturbación inicial podría, por ejemplo, estar causada por la insolvencia de un participante. La importancia sistémica de un sistema viene determinada esencialmente por la cuantía o la naturaleza de los pagos considerados individualmente o por su valor agregado. Los sistemas que gestionan específicamente pagos cuantiosos se consideran normalmente de importancia sistémica. Sin embargo, un sistema sistémicamente importante no necesariamente tienen que gestionar sólo pagos de elevada cuantía, sino que el término puede incluir a un sistema que administre pagos de diferentes cuantías, pero que tenga la capacidad de producir o transmitir alteraciones para el conjunto del sistema mediante ciertos segmentos de su tráfico”. (Tomado de los Principios Básicos para los Sistemas de Pagos de Importancia a Nivel Sistémico, BIS, 2001).

GRÁFICO 1 ■ **Transferencias de Fondos en los Sistemas de Pagos***
(Millones en nuevos soles)



* SISTEMA DE LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL, CÁMARA DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA Y SISTEMA DE LIQUIDACIÓN MULTIBANCARIA DE VALORES. ELABORADO POR LA SUBGERENCIA DEL SISTEMA DE PAGOS.

de prácticamente la totalidad de las entidades integrantes del sistema financiero, que efectuarán los correspondientes cargos y abonos en las cuentas de sus clientes, según sean obligados o beneficiarios de los pagos⁵.

Los Sistemas de Pagos de alto valor canalizan transferencias que, en razón del monto que cada una de ellas involucra y la necesidad de su pronta ejecución, deben ser realizadas de manera individual e inmediata, para que el beneficiario disponga de los recursos con prontitud, en un esquema que por tales características es denominado “liquidación bruta en tiempo real”. Esas operaciones corresponden, por ejemplo, a transacciones entre entidades financieras (préstamos interbancarios, compra-venta de divisas, transferencias de clientes corporativos, etc.); operaciones monetarias del Banco Central con el sistema financiero (colocación de valores, operaciones de reporte, compra-venta de divisas, etc.); pago de títulos adquiridos en el mercado de valores no comprendidos en el Sistema de Liquidación de Valores; incluso, pueden corresponder a transacciones transfronterizas. En su ejecución, estas operaciones suelen liquidarse en el Banco Central, dada su solidez y a que mantiene las cuentas de todas las entidades participantes⁶, en las que efectúa los cargos y abonos, según corresponda.

III. LOS SISTEMAS DE PAGOS: RIESGOS QUE ENFRENTAN Y JUSTIFICACIÓN DE SU PROTECCIÓN

Como se muestra en el gráfico 1, el crecimiento de las transacciones comerciales y financieras en el mercado nacional, ha determinado que a través de los Sistemas de Pagos se canalicen transferencias de dinero en cantidades relevantes. De igual modo, las transferencias de recursos correspondientes a las transacciones en el mercado de valores alcanzan montos significativos.

La estadística mostrada denota la trascendencia y, por ende, la importancia de asegurar el funcionamiento seguro y eficiente de dicho mecanismo. En ese mismo sentido abona la evidencia de la interconexión de los pagos -por la que el cumplimiento de pagos “por realizar” suele estar atado a otros “por recibir”-, elemento también presente en el Sistema de Liquidación de Valores, en los que la recepción de los recursos para quienes venden y de los valores para quienes compran, pueden estar destinados a nuevas transacciones financieras. Lo contrario, es decir, el funcionamiento inseguro o deficiente de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores, puede ocasionar incumplimientos sucesivos de obligaciones que, llevadas al extremo, ponen en riesgo la estabilidad del sistema financiero.

⁵ El alto costo, tiempo y demanda de liquidez que implicaría la liquidación individual de cada transferencia, ha propiciado que las empresas financieras desarrollen esquemas de compensación (*netting*), por los que unas y otras -de manera bilateral o multilateral- oponen entre sí los derechos de cobro de sus clientes, determinando, a través de un agente de compensación (*clearing house*) posiciones netas -deudoras o acreedoras- de cada entidad participante. Esas posiciones son, finalmente, liquidadas con una transferencia a cargo de cada entidad con posición neta deudora y la recepción del monto correspondiente por cada una de las que tiene posición acreedora, realizadas a través de un corresponsal común, usualmente la banca central.

⁶ En los Sistemas de Pagos el rol de “participantes” cuando corresponde a las entidades financieras, que actúan ejecutando y emitiendo instrucciones para la realización de transferencias. En el ámbito del Sistema de Liquidación de Valores, el término “participante” alcanza además a los intermediarios de valores (sociedades agentes de bolsa) quienes tienen a su cargo la transferencia de los valores y del pago correspondiente, este último efectuado a través de sus respectivas entidades financieras.

Por lo tanto, el óptimo funcionamiento de tales sistemas está orientado a la consecución de objetivos de interés público como el fortalecimiento de la cadena de pagos y la estabilidad del sistema financiero. En adición, al constituir el Sistema de Pagos el canal natural para la transmisión de la política monetaria del Banco Central de Reserva, su funcionalidad es también crítica para dicho fin.

IV. LOS RIESGOS Y SU ADMINISTRACIÓN

La necesidad de garantizar el funcionamiento seguro y eficiente de los referidos sistemas demanda identificar los riesgos que pueden afectarlos, para adoptar e implementar mecanismos idóneos para su adecuada administración.

Es comúnmente aceptado que los principales riesgos son los que afectan a la oportuna disponibilidad de recursos para el pago de las obligaciones generadas en los sistemas, la funcionalidad operativa de los mismos y la insuficiencia del marco legal que los sustenta.

Los que afectan la disponibilidad de recursos son clasificados como Riesgo de Liquidez y Riesgo de Solvencia. El primero, se refiere a la circunstancia en que el participante no cuente con fondos suficientes para cumplir con sus obligaciones dinerarias en el sistema en la forma y momento debidos (por ejemplo, la cobertura de su posición neta deudora en la compensación), aun cuando pueda hacerlo en un momento posterior. El segundo, corresponde a la incapacidad del participante de cumplir con tales obligaciones en la oportunidad debida o en cualquier momento en el futuro.

Cuando esos riesgos se manifiestan, su impacto puede, potencialmente, trascender la esfera de la entidad que los genera, poniendo en riesgo la capacidad de pago de los otros participantes que no reciben los recursos esperados. Cuando el incumplimiento se expande a otros participantes, el riesgo adquiere carácter sistémico, amenazando la estabilidad del sistema financiero.

Los mecanismos para la administración de este tipo de riesgo varían. Pueden comprender la asignación de recursos reservados exclusivamente al pago de tales obligaciones; la constitución de garantías de pronta conversión a liquidez; la implementación de un esquema de pérdidas compartidas; la extracción de las transferencias no cubiertas e incluso la reversión del proceso de compensación ya realizado, a efectos de excluir a la entidad generadora del riesgo y realizar una nueva compensación (*unwinding*). Estos esquemas mayormente corresponden a los Sistemas de Pagos de bajo valor, en los que se protege la culminación de los ciclos de compensación y liquidación ya iniciados, asegurando, de esa manera, que las transferencias ingresadas a los sistemas lleguen oportunamente a sus destinatarios.

En los Sistemas de Pagos de alto valor (de liquidación individual) esos riesgos se neutralizan mediante el esquema de liquidación bruta en tiempo real, de modo que la transferencia se ejecuta luego de verificar la existencia de recursos suficientes en la cuenta de la que serán debitados; de modo que, en ningún caso, se generarán incumplimientos en el ámbito propio del Sistema de Pagos. En los Sistemas de Liquidación de Valores, la entrega contra pagos (*delivery vs. payment*) asegura que el valor se entregue al comprador solo cuando éste haya, a su vez, entregado los recursos correspondientes.

En todo caso, cualquiera sea el mecanismo que se adopte para administrar los citados riesgos, éste debe contar con un adecuado respaldo legal que permita su reconocimiento y exigencia a los participantes y que sea oponible a terceros.

De otro lado, para enfrentar los problemas de liquidez, y de ese modo coadyuvar a la fluidez de los Sistemas de Pagos, estos suelen ser complementados con facilidades de liquidez implementadas por las autoridades monetarias (créditos intradiarios, compra temporal de valores, etc.), favoreciendo así el buen desarrollo de la cadena de pagos y a la protección de la estabilidad del sistema financiero. La importancia que dichas facilidades revisten para la funcionalidad del sistema justifica su protección y, por ende, de las garantías que las respaldan. Así lo entienden las legislaciones en materia de Sistemas de Pagos que, en ese sentido, otorgan protección jurídica a los créditos y apoyos de liquidez de la banca central⁷.

El riesgo que afecta la funcionalidad de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores, denominado Riesgo Operativo, se refiere a las dificultades que, por fallas en los servicios de soporte informático o de telecomunicaciones, o por deficiencias en los procedimientos operativos del sistema, impiden que los participantes canalicen apropiadamente sus transferencias, o que una vez canalizadas no pueden culminarse adecuadamente.

Por su naturaleza, estos riesgos pueden ubicarse en cualquiera de las etapas del proceso (desde el envío electrónico de las órdenes de transferencia hasta la liquidación final de éstas, pasando por los mecanismos de validación, de verificación y control, proceso de compensación, etc.) y en cualquiera de los actores intervinientes: entidades financieras participantes, agente de compensación, agente de liquidación, entidades proveedoras de servicios informáticos y de telecomunicaciones, etc.

El diseño e implementación de procedimientos operativos idóneos (acordes con los estándares internacionales) que comprendan mecanismos de

⁷ El artículo 15 de la Ley Mexicana de los Sistemas de Pagos, incluye expresamente en el marco de su protección, a las garantías que se constituyan en respaldo de las operaciones de crédito del Banco de México. De igual modo, la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo sobre Firmeza de la Liquidación en los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores, al referirse a la preservación de los derechos del titular de una garantía, declara que los derechos de los bancos centrales respecto de las garantías constituidas a su favor no se verán afectados por un procedimiento de insolvencia contra el participante o la contraparte de los bancos centrales que las haya constituido, las que podrán ejecutarse para satisfacer los derechos citados (Artículo 9).

contingencia para salvar con éxito fallas en cualquier parte y en cualquier etapa de la estructura del sistema, constituyen las medidas usuales para la administración de este tipo de riesgo. Corresponderá a la autoridad reguladora verificar la idoneidad de tales procedimientos así como su debido cumplimiento, para lo cual deberá contar con atribuciones suficientes, que incluyan la capacidad de adoptar medidas extraordinarias para enfrentar eventos o distorsiones que puedan afectar la adecuada funcionalidad de los sistemas.

El riesgo legal en los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores refiere, por un lado, a la ausencia de un soporte jurídico que asegure el reconocimiento y exigibilidad de todas las reglas que gobiernan la funcionalidad de los sistemas. De otro lado, refiere también a las deficiencias en las fórmulas legales o contractuales que, por ello, pueden generar incertidumbres o discrepancias sobre sus alcances, como consecuencia de lo cual pueden, potencialmente, ocasionar pérdidas a los participantes⁸.

El riesgo legal, es el primer riesgo tratado por los “Principios Básicos para los Sistemas de Pagos Sistémicamente Importantes”⁹, adoptados por los diversos países que han llevado adelante procesos de modernización de sus Sistemas de Pagos. Dichos principios requieren que todo Sistema de Pagos “cuenta con una base legal bien fundada en todas las jurisdicciones relevantes”.

Al abordar la materia, Fernando Conlledo¹⁰ señala que las normas y procedimientos de los Sistemas de Pagos deberán ser exigibles por la Ley, y sus consecuencias predecibles. En segundo lugar, precisa que las normas que se deben observar no solo refieren a la micro-normativa del sistema de pagos, y las que puedan emanar de él, sino que debe incluir al resto de normas jurídicas que tengan repercusión en el Sistema de Pagos, refiriéndose con ello a las normas bancarias, de valores, concursales, etc. De ese modo, sugiere que cualquier reforma legal de los Sistemas de Pagos, debe abarcar la legislación general y no sólo la reglamentaria.

Conlledo se refiere a la posibilidad de que, ante la ausencia de leyes especiales que protejan a los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores, disposiciones judiciales o administrativas afecten la validez de las normas reglamentarias o de los actos jurídicos ligados a la funcionalidad de los sistemas

o la ejecución de lo dispuesto en estos últimos. Tal sería el caso de las disposiciones administrativas o judiciales que tengan por objeto anular, suspender o, dejar sin efecto las instrucciones de transferencia o la liquidación de éstas; aquellas que, en ese mismo sentido, ataquen la validez de la asignación de recursos o la constitución de las garantías así como su aplicación en respaldo de las obligaciones de los participantes; incluye también la potencial anulación de los efectos jurídicos de la compensación. Igualmente, comprende las disposiciones judiciales o administrativas, dentro de un proceso concursal o fuera de él, que, independientemente de las razones que las sustenten, pretenden afectar los recursos destinados al pago de transferencias ya ingresadas a los ciclos de compensación y liquidación de los Sistemas de Pagos.

En ese sentido, la regulación de los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores también debe, en aras de favorecer su seguridad y eficiencia, incluir, disposiciones con rango de ley que los protejan de los citados riesgos jurídicos¹¹. Cabe acotar que tal protección no debe ser de carácter absoluto. Conforme con los estándares internacionales, únicamente protegerá a las transferencias que hubieren ingresado a los sistemas antes de haberse emitido y notificado las referidas medidas administrativas o judiciales, sin

**Todo Sistema de Pagos
debe contar con una base
legal bien fundada en todas
las jurisdicciones
relevantes**

⁸ Para el derecho español, “El riesgo legal consiste en la existencia de lagunas legales que puedan afectar a la seguridad jurídica de las transacciones. Así, cuando los acuerdos y las normas en las que se basa el sistema no reposan sobre una sólida base legal pueden producirse malas interpretaciones o incertidumbres que pueden ocasionar pérdidas económicas y la pérdida de confianza en el sistema”. Tomado del portal del Banco de España, Aula Virtual. Para Chile, conforme al documento N° 6, emitido en agosto de 2003 por el grupo de Trabajo del Sistema de Pagos, el riesgo legal “es el riesgo de que incertidumbres o disputas de tipo legal o contractual, puedan crear o aumentar los riesgos de crédito o de liquidez”.

⁹ Elaborados por el Comité de los Sistemas de Pago y Liquidación de los bancos centrales del Grupo de los Diez, en consulta con el Banco Central Europeo, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y otros bancos centrales a lo largo del mundo, con el apoyo del BIS.

¹⁰ Conferencia dictada por Fernando Conlledo en el Seminario sobre Sistemas de Pagos, realizada en Lima, en noviembre de 2005.

¹¹ A efectos de reducir esos riesgos jurídicos, la Unión Europea aprobó la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo que, conforme precisa Francisco Javier Priego, se centra en asegurar: 1. la irrevocabilidad de las órdenes introducidas por los participantes; 2. la firmeza e inatacabilidad de las liquidaciones, incluso en situaciones concursales; 3. la validez legal de los acuerdos de compensación; 4. la exigibilidad jurídica de las garantías aportadas por los participantes en caso de insolvencia o iliquidez. Añade Priego que “El objetivo de la Directiva no es otro que el blindar dichos sistemas de pagos y de valores, evitando que pueda cuestionarse jurídicamente la validez de las transacciones efectuadas a través de los mismos”.



SEGURIDAD FINANCIERA.

Adecuada protección legal a los sistemas de pagos.

extenderse, en ningún caso, a transferencias instruidas con posterioridad a ese momento.

La acotación anterior sustenta la tesis según la cual la 'inatracabilidad' de los referidos sistemas únicamente protege las transferencias en curso, permitiendo que lleguen a su fin. Por tanto, no debe implicar una protección o coraza de impunidad contra derechos de terceros que resulten afectados por operaciones (fraudulentas) que dieron lugar a las transferencias o, que se sientan poseedores de un mejor derecho sobre los recursos involucrados (otros acreedores, órganos concursales, etc.). Estos mantienen su derecho de exigir las reparaciones, indemnizaciones y responsabilidades que procedan con arreglo a ley, aunque en un ámbito distinto al de los sistemas¹², como puede ser el caso de acciones civiles o penales para obtener una indemnización o, para embargar las fuentes receptoras de los recursos una vez recibidos éstos, pero, en ningún caso, la vía será atacar o de cualquier forma perseguir la nulidad de la liquidación que se hubiere efectuado en los sistemas. El período de protección, pues, se restringe al momento del tránsito de los fondos por un sistema de pagos.

V. JUSTIFICACIÓN DE LA LEY

Los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores que funcionan en nuestra economía carecían de una base legal sólida. Las normas legales que los sustentaban no

les proveían las herramientas suficientes para enfrentar con éxito los riesgos que amenazan su funcionamiento seguro y eficiente. Las disposiciones y medidas que en ese ámbito pueden emitir y adoptar el Banco Central y la CONASEV alcanzan únicamente el nivel reglamentario, de modo que no pueden acotar los riesgos sobre dichos sistemas que se pueden generar por la aplicación de las disposiciones judiciales o administrativas previamente referidas.

La Ley aprobada por el Congreso de la República implica, fundamentalmente, una respuesta legislativa a dicha deficiencia. En tal sentido, sobre la base del reconocimiento del interés público que caracteriza a los Sistemas de Pagos y de Liquidación de Valores, se incorpora al marco jurídico nacional una sólida estructura legal para los Sistemas de Pago y de Liquidación de Valores, que recoge los principios y estándares internacionales sobre la materia, a efectos de propiciar la mayor seguridad y eficiencia de éstos, reforzar la cadena de pagos, coadyuvar a la estabilidad del sistema financiero nacional y favorecer la implementación de la política monetaria. Su entrada en vigor, además, incentivará la bancarización, el mayor uso de los instrumentos de pagos electrónicos y, fortalecerá la confianza interna y externa en los mecanismos, a través de los cuales, se movilizan el dinero y las inversiones. ■

¹² La Ley mexicana (artículo 11) es también explícita al dejar a salvo el derecho de los terceros, debiendo resaltarse que su fórmula normativa no suspende los efectos de la resolución judicial o administrativa involucrada, sino que posterga su vigencia. Así, establece que "Cualquier resolución judicial o administrativa, incluido el embargo y otros actos de ejecución, así como las derivadas de la aplicación de normas de naturaleza concursal o de procedimientos que impliquen la liquidación o disolución de un participante, que tengan por objeto prohibir, suspender o de cualquier forma limitar los pagos que éste deba realizar en los Sistemas de Pagos, sólo surtirán sus efectos y, por tanto, será ejecutable, a partir del día hábil bancario siguiente. No obstante lo dispuesto en los párrafos anteriores, los acreedores, los órganos concursales o cualquier tercero con interés jurídico podrán exigir, a través del ejercicio de las acciones legales conducentes, las prestaciones, indemnizaciones y responsabilidades que procedan conforme a derecho, de quien corresponda" (énfasis nuestro).

T RANSEFERENCIA electrónica, manera segura de enviar dinero^(*)

MILTON VEGA **

Usando las transferencias electrónicas interbancarias, las personas y empresas ya no necesitan retirar efectivo de los bancos para hacer sus pagos.

* Entrevista realizada por el diario Gestión el 4 de setiembre pasado.

** Subgerente del Sistema de Pagos del BCRP.

¿Qué es una Transferencia Electrónica Interbancaria de fondos?

Es un instrumento de pago que permite a las personas naturales y jurídicas enviar dinero de manera segura desde una cuenta en una entidad financiera hacia una cuenta en otra entidad financiera, cuenta que puede ser propia o de un tercero.

Estas transferencias pueden hacerse a través del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), administrado por el Banco Central, o por el sistema que gestiona la Cámara de Compensación Electrónica (CCE), de propiedad de los bancos y regulada por el BCRP.

¿Qué beneficios brinda a los clientes de las entidades financieras?

Usando transferencias electrónicas interbancarias los clientes ya no necesitan retirar efectivo de los bancos para hacer sus pagos y de esa manera evitan exponerse a riesgos de robo, asalto o pérdida. Además, ahorran tiempo al no hacer doble cola: en su banco para retirar dinero y en el otro banco para depositarlo en la cuenta del beneficiario.

Las transferencias son muy seguras y rápidas porque los sistemas de pagos que las procesan utilizan tecnología de punta. La información de las transferencias viaja encriptada.

¿Cómo opera una transferencia electrónica de fondos?

El cliente puede solicitar una transferencia electrónica en la ventanilla de un banco, o a través del cajero automático o la banca por Internet. De esta manera puede transferir dinero desde su cuenta en el banco A, hacia la cuenta del beneficiario en el banco B. El banco A requerirá al cliente que indique el Código de Cuenta Interbancario (CCI) del beneficiario, que es un número de 20 dígitos que sirve para identificar la cuenta que recibirá los fondos.

Luego de ello, el banco A envía la instrucción a uno de los sistemas de pago, el LBTR o la CCE, con la finalidad de que los fondos lleguen a su destinatario en el banco B.

¿Cómo se obtiene el CCI?

El CCI de una cuenta es proporcionado por las empresas financieras a sus clientes; en sus agencias, vía banca telefónica o banca por Internet y en los estados de cuenta bancarios. El CCI es indispensable para efectuar cualquier transferencia interbancaria.

¿Cuál es el monto mínimo de una transferencia electrónica de fondos?

El monto mínimo para transferencias por el LBTR es S/. 10 000 en moneda nacional ó US \$ 3 500 en moneda extranjera; no se establece monto máximo.

Para las transferencias electrónicas interbancarias por la CCE no hay un monto mínimo, pero si existe un máximo que asciende a S/. 265 000 ó US \$ 50 000.

Dependiendo del monto, la persona que envía los fondos tiene la opción de elegir el sistema por el cual se procesa la transferencia. Las instrucciones para transferencias vía LBTR se reciben, generalmente, por ventani-

lla; mientras que las vía CCE se reciben por ventanilla y, en algunos casos, por cajero automático y en banca por Internet.

¿En qué tipo de operaciones puedo emplear transferencias electrónicas interbancarias?

En el caso de la CCE, las personas naturales pueden realizar pagos a cuenta de sus tarjetas de crédito, cancelar una obligación con un acreedor en la cuenta bancaria que éste indique o transferir dinero a un familiar. Las empresas también pueden emplear este sistema para pagar directamente a sus proveedores y para pagar remuneraciones o efectuar depósitos por CTS.

En el caso del LBTR, se emplea para transacciones de alto valor, principalmente de empresas y entre bancos o instituciones financieras.

¿A cuánto ascienden en el Perú las transferencias electrónicas interbancarias en lo que va del año?

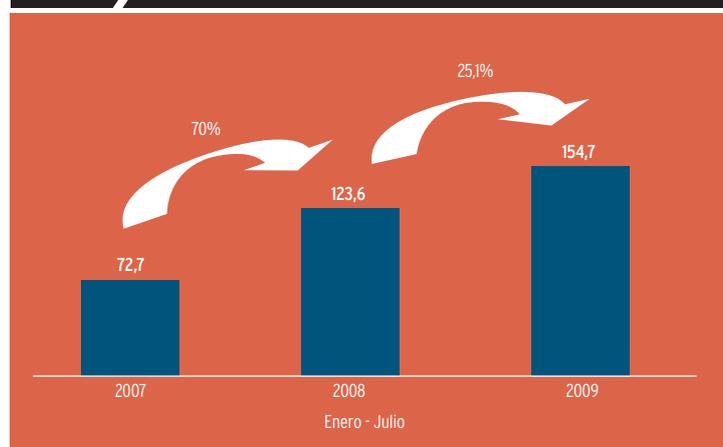
Para el periodo enero-julio 2009 el valor promedio mensual de transferencias por el LBTR asciende a S/. 155 mil millones. En el mismo periodo el valor promedio mensual de las transferencias por la CCE alcanzó los S/. 1,1 mil millones.

¿Cuál es el costo de hacer una transferencia electrónica de fondos?

El costo varía en función del destino de la transferencia; si se dirigen hacia una misma plaza o localidad, hacia otra plaza o hacia una plaza financiera exclusiva. Pero, para tener una idea, una transferencia en Lima vía la CCE puede costar como mínimo S/. 1,00 y vía el LBTR S/. 15,00.

El BCRP ha puesto a disposición del público, en su portal institucional, un simulador del costo de las transferencias denominado Calculadora de Comisiones, disponible en la sección Sistema de Pagos de su sitio en www.bcrp.gob.pe. Su carácter es referencial y está orientado a contribuir con la transparencia del mercado. ■

GRÁFICO 1 ■ **LBTR**
Valor promedio mensual transferencias
(Miles de millones de soles)



C

RISIS FINANCIERA

internacional y el crédito en el Perú

ADRIÁN ARMAS *

La oportuna reacción del BCRP al proveer liquidez en soles y dólares al sector privado, contribuyó a reducir la incertidumbre y la volatilidad monetaria y cambiaria, e impedir el contagio de la restricción crediticia internacional.

* Gerente Central de Estudios Económicos del BCRP.

Desde que se agudizó la crisis financiera internacional en septiembre de 2008, hasta setiembre de 2009, el crédito al sector privado creció 13%, la tasa más alta entre los principales países de Latinoamérica. Esta evolución permitió que la economía peruana enfrente con buen pie el embate de la mayor crisis financiera internacional desde 1929.

El sistema financiero mantuvo el dinamismo del crédito al sector privado, gracias a la reacción oportuna del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) para proveer liquidez en soles y dólares (en aproximadamente 9% del PBI), lo que contribuyó a reducir la incertidumbre y la volatilidad monetaria y cambiaria, e impedir el contagio de la restricción crediticia internacional.

Una medida preventiva menos conocida que fortaleció la capacidad de respuesta de la banca local a la restricción crediticia internacional y por tanto ayudó al sostenimiento del flujo del crédito doméstico, fue el cambio del régimen de encaje a los adeudados con el exterior. Con esta medida, el BCRP contribuyó a que la participación de los adeudados de largo plazo en el total de financiamiento del exterior de los bancos se eleve de 22% en septiembre de 2007 a 58% en septiembre de 2008 y a 82% en setiembre de 2009.

Esta medida establecida mediante Circular 020-2007-BCRP del 28 de setiembre de 2007, exoneró del requerimiento de encaje de 30 por ciento a créditos con plazos promedio iguales o mayores

a 2 años que los bancos reciban del exterior. De esta manera, el Banco Central incentivó la sustitución de las fuentes de financiamiento de las entidades financieras desde el corto plazo hacia el largo plazo lo que se reflejó inmediatamente en un impulso importante de la participación de los pasivos de largo plazo de 17 a 50 por ciento entre octubre y diciembre de 2007.

La banca obtuvo financiamiento externo de largo plazo por alrededor de US \$ 3 000 millones entre 2007 y 2008, equivalente a 3% del PBI, antes que las condiciones financieras internacionales se

“ En el país, el crédito no solo continuó fluyendo a la economía, sino que las tasas de interés se redujeron ”

GRÁFICO 1 Pasivos externos de las empresas bancarias (Saldos en millones de US \$ y ratios en porcentajes)

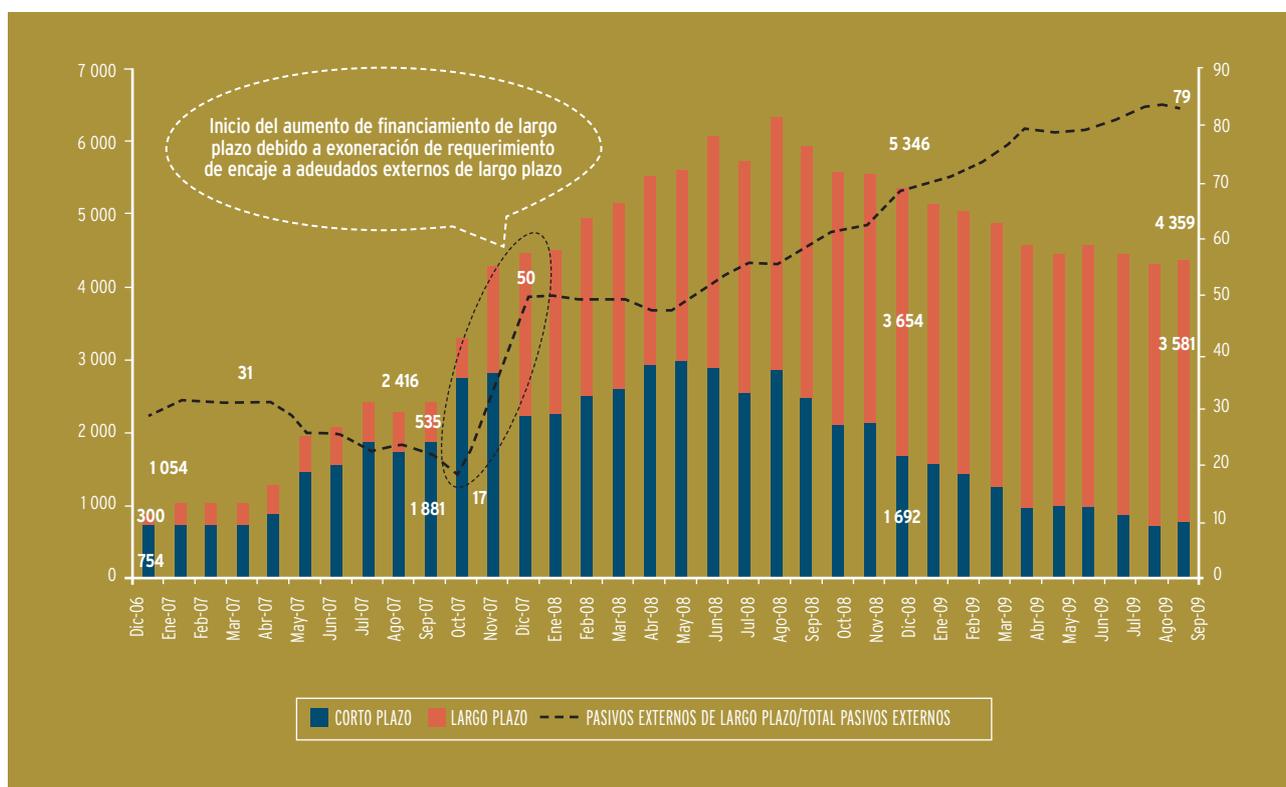
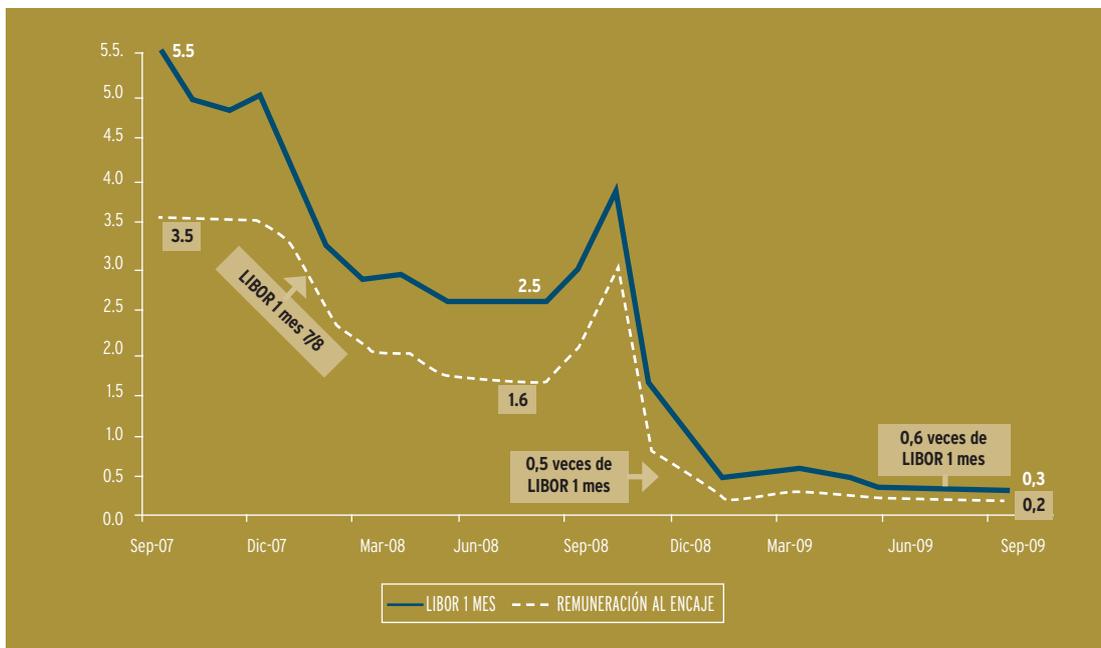


GRÁFICO 2 Remuneración al encaje y LIBOR a un mes (En porcentajes)



endurecieron drásticamente a nivel mundial con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Así, el mayor peso del fondeo de largo plazo fue en este periodo un factor estabilizador de las fuentes de financiamiento del crédito al sector privado.

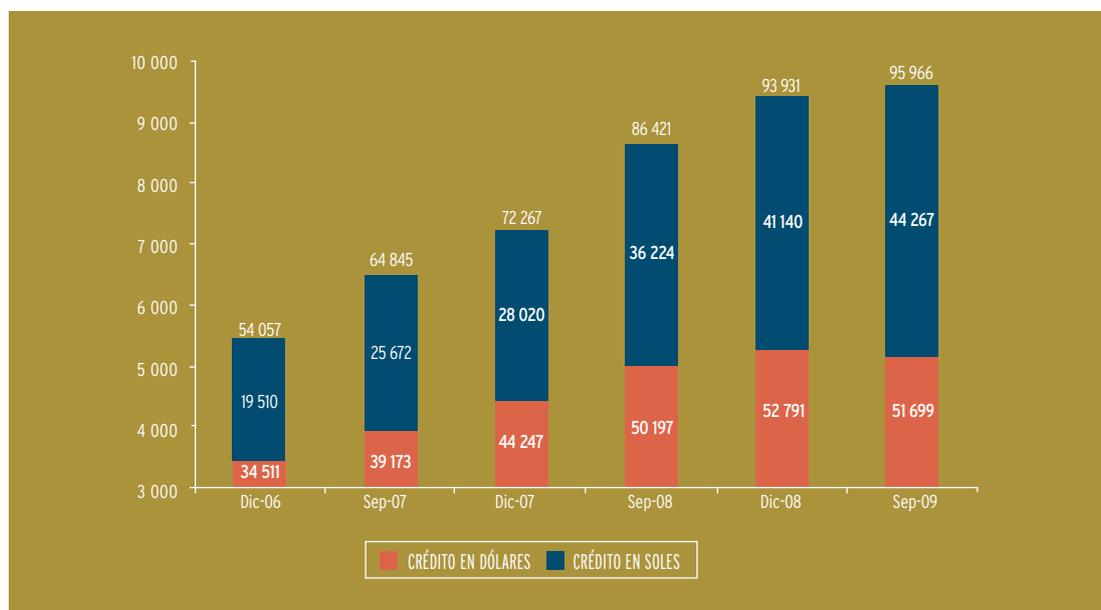
Asimismo, se vinculó la tasa de remuneración al encaje en dólares a la tasa de interés internacional, lo que indujo una disminución en su nivel, registrándose una caída desde 3,5% en septiembre de

2007 a 0,4% en diciembre de 2008 y a 0,2% en setiembre de 2009.

El crédito no solo ha continuado aumentando, sino además se ha venido desdolarizando. Actualmente la participación de los créditos en soles es 53 por ciento en el total del crédito, frente a 36 por ciento hace 3 años, y a 25 por ciento hace 5 años.

La desaceleración en el crecimiento del crédito en dólares, que pasó de 17% en el 2008 a 1% desde la agudización de la crisis financiera internacional,

GRÁFICO 3 Crédito al sector privado (Saldo en millones de soles, a tipo de cambio constante)



* EL TIPO DE CAMBIO CONSTANTE PERMITE EVITAR EL EFECTO ESTADÍSTICO DE LAS FLUCTUACIONES DEL TIPO DE CAMBIO SOBRE EL CRÉDITO TOTAL.

refleja una menor demanda por créditos asociada a la caída de casi 40% en el comercio mundial en el último año, que se tradujo para nuestro país en menores importaciones y exportaciones por aproximadamente US \$ 12 000 millones. El saldo del crédito en moneda extranjera que los bancos destinan al comercio exterior se redujo de US \$ 2 359 millones en setiembre de 2008 a US \$ 1 535 millones en setiembre de 2009, en tanto que el saldo destinado al resto de los sectores se incrementó de US \$ 13 285 millones a US \$ 14 330 millones en el mismo periodo.

Esta menor demanda de las empresas por créditos en dólares, y la alta disponibilidad de liquidez en moneda extranjera de las entidades del sistema

financiero, redujo la demanda de los bancos por fondos en el exterior. Por tanto, esta situación fue diferente al recorte de líneas de crédito externo que se registró en 1998. Cuando los factores de oferta de financiamiento explican la desaceleración del crédito, las tasas de interés se incrementan, porque el fondeo se vuelve escaso, y no disminuyen como en esta oportunidad, cuando la tasa de interés promedio interbancaria en dólares cayó de 4,85% en agosto de 2008 a 2,62% en setiembre de 2008 y a 0,2% actualmente.

En resumen, el crédito no solo continuó fluyendo a la economía, sino que las tasas de interés se redujeron. Asimismo, el mayor dinamismo se observa en el crédito en moneda nacional. ■

GRÁFICO 4 ■ Crédito en moneda extranjera de los bancos
(Saldo en millones de US \$)

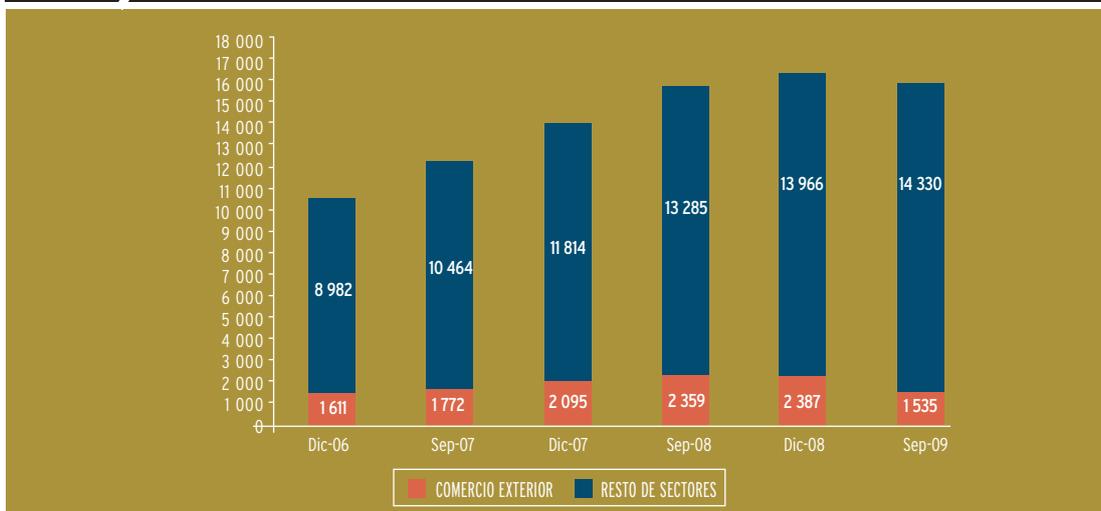
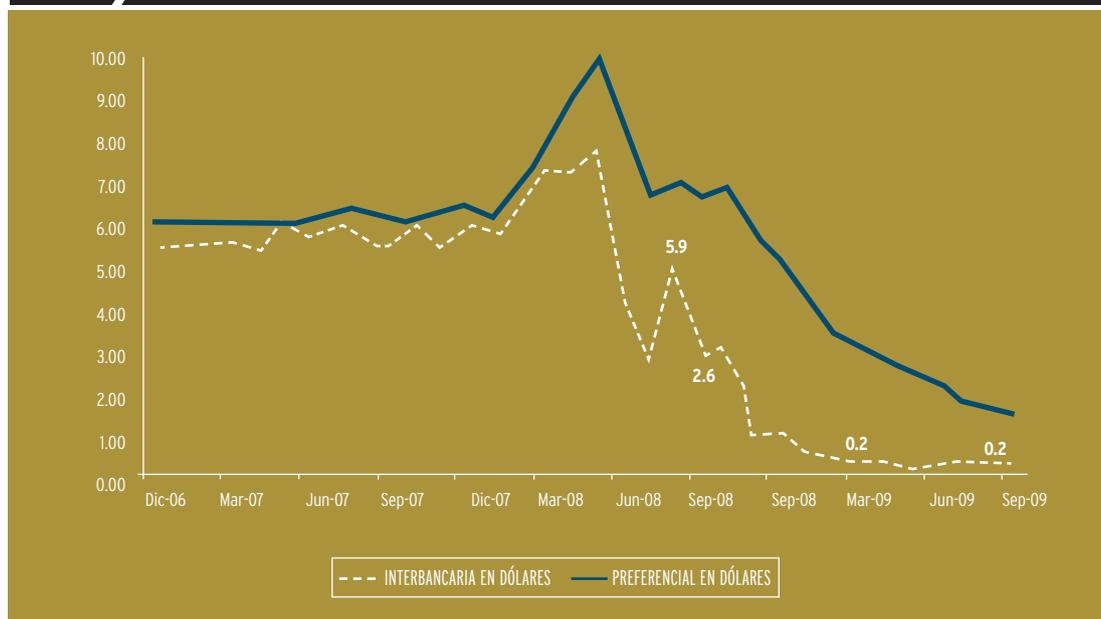


GRÁFICO 5 ■ Tasas de interés en dólares: preferencial corporativa a 90 días e interbancaria a un día, promedios mensuales
(Porcentaje anual)



EL SISTEMA de proyección del BCRP

CARLOS MONTORO*

Un sistema de proyección macroeconómica es una herramienta importante para el desarrollo y gestión de la política monetaria.

* Jefe del Departamento de Modelos Macroeconómicos del BCRP.

Con la adopción del régimen de metas explícitas de inflación a comienzos de la década, el Banco Central de Reserva se compromete a que la inflación converja a su meta en el futuro cercano. Para ello, la autoridad monetaria tiene que actuar de forma anticipada, utilizando la mejor información disponible y realizando pronósticos sobre la inflación futura para tomar sus decisiones. Por esta razón, en los últimos años, en el BCRP se ha dado énfasis al desarrollo de modelos económicos para hacer análisis de política y proyecciones¹.

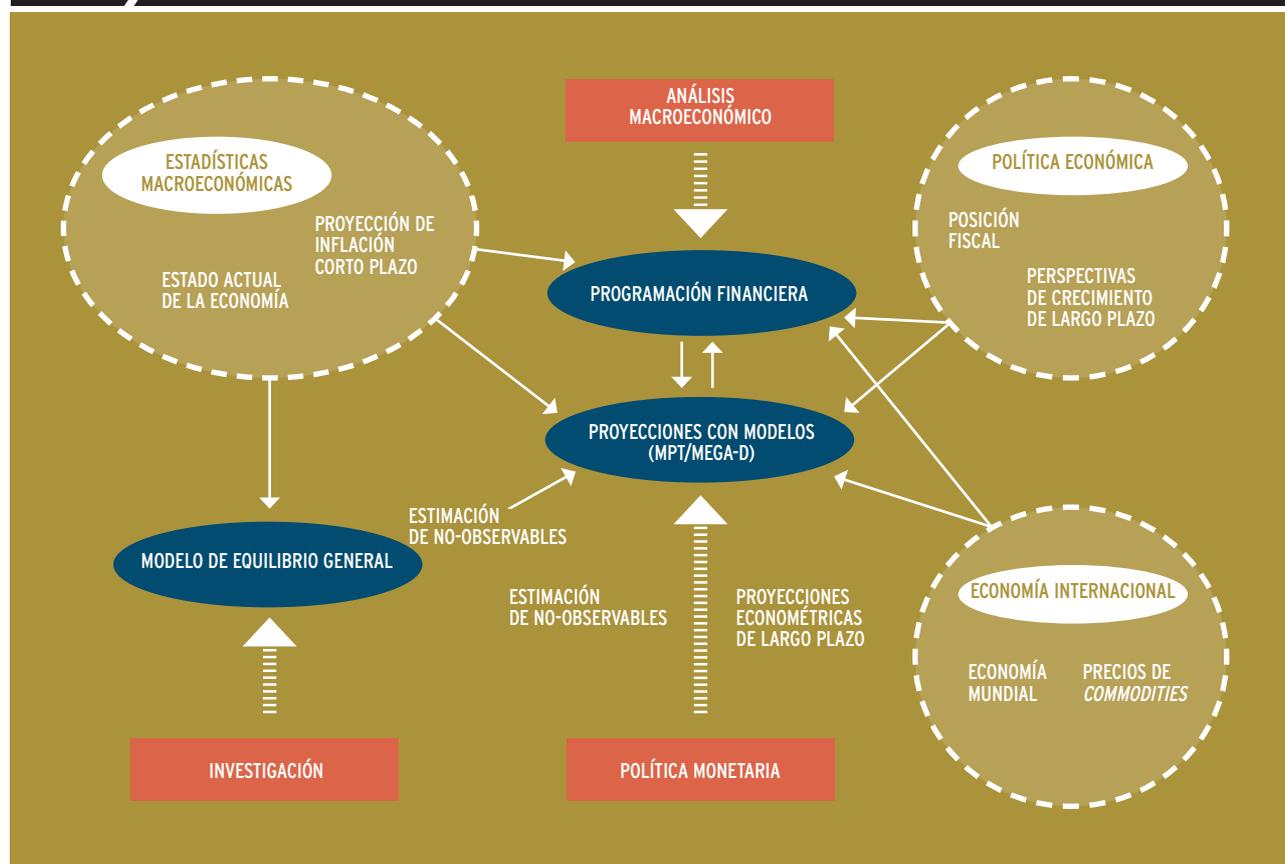
Con el objetivo de sustentar las decisiones de política monetaria, el Banco Central de Reserva tiene un sistema integrado de proyección macroeconómica, al cual aportan todas las áreas de la Gerencia Central de Estudios Económicos. El proceso de proyección es una actividad que se realiza en forma continua todos los meses y sirve de base para la toma de decisiones de política monetaria². El Directorio del BCRP se reúne una vez al mes para decidir sus acciones de política

monetaria sobre la base de la información proveniente de este proceso de proyección. Asimismo, estas proyecciones se comunican al público en general en forma trimestral a través del Reporte de Inflación.

La elaboración de las proyecciones del Banco tiene varias etapas y tareas. Por un lado, se recopila información reciente sobre la situación actual de la economía nacional; se realizan encuestas sobre las expectativas de los agentes económicos tanto de variables macroeconómicas como inflación, tipo de cambio y crecimiento, cuanto de variables microeconómicas como confianza de los empresarios, planes de inversión, etc; y se hace seguimiento a indicadores adelantados de la actividad económica, como consumo de energía eléctrica, despachos locales de cemento, etc.

Por otro lado, también se hace seguimiento y se realizan proyecciones de los desarrollos de la economía mundial y de variables importantes asociadas al entorno externo, como precios de

GRÁFICO 1 ■ Tareas de proyección de la Gerencia Central de Estudios Económicos



¹ Consecuentemente, en el año 2003 se crearon el Departamento de Modelos Macroeconómicos y la Subgerencia de Investigación Económica (bajo la categoría inicial de Unidades), que tienen como funciones principales las de desarrollar proyecciones macroeconómicas para la toma de decisiones de política monetaria, desarrollar modelos de proyección y brindar soporte analítico a las decisiones del Banco.

² El principal instrumento operativo del Banco es la tasa de interés de referencia, que sirve de guía para la tasa de interés interbancaria en moneda nacional y para el resto de tasas de interés del sistema financiero. El directorio del BCRP en su reunión mensual decide sobre el nivel de la tasa de interés de referencia. Adicionalmente, el Banco puede anunciar otras medidas de política monetaria, como por ejemplo, cambios en los requerimientos de encaje.

commodities. Igualmente, se hace seguimiento y se realizan proyecciones de la posición de la política fiscal y de los potenciales de crecimiento de largo plazo.

Asimismo, se realizan proyecciones de corto plazo de la inflación. Para ello se proyectan los componentes de la canasta del índice de precios al consumidor (IPC), utilizando información provista por especialistas de la evolución de los precios de los bienes de la canasta de consumo y haciendo uso también de modelos econométricos³. En paralelo, toda esta información es insumida para realizar proyecciones, utilizando la metodología de programación financiera, de las cuentas nacionales, la balanza de pagos, las cuentas fiscales y monetarias en un horizonte de mediano plazo, las cuales se retroalimentan luego con los resultados de los modelos de proyección.

Toda esta información es compilada por el Departamento de Modelos Macroeconómicos para realizar proyecciones de la inflación y otras variables macroeconómicas en un horizonte de hasta tres años. En estos ejercicios se analizan los efectos de distintas secuencias de medidas de política monetaria, en particular la tasa de interés de referencia, sobre la proyección de inflación. Para realizar estos ejercicios, se utiliza principalmente un modelo semi-estructural que captura la diná-

mica de los datos de la economía peruana llamado Modelo de Proyección Trimestral (MPT) y recientemente se está utilizando también un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico llamado MEGA-D⁴.

En este sentido, la proyección de corto plazo de la inflación se complementa con la proyección de la inflación condicional a la respuesta de política monetaria para un horizonte mayor a dos trimestres. Ello toma en cuenta el hecho de que el impacto de la política monetaria es acumulativo y alcanza su máximo en un horizonte de entre uno y dos años. Es importante mencionar que los ejercicios de proyección incluyen tanto los resultados provenientes de los modelos, como información adicional proveniente de especialistas, lo cual complementa y enriquece el análisis.

Para realizar los ejercicios de proyección de inflación, es importante la estimación de algunas variables que no pueden ser observadas directamente, tales como el producto potencial y la tasa natural de interés. El producto potencial es aquel asociado al pleno empleo de los factores de producción y es consistente con un nivel de inflación igual a la meta. En este sentido, la tasa natural de interés es una guía sobre el nivel de la tasa de interés de referencia que hace que se cumpla la meta de inflación.

Toda la información sobre la situación actual de la economía y las proyecciones macroeconómicas condicionales al accionar de la política monetaria se consolida en una presentación que se realiza al Directorio del BCRP una vez al mes. Esta presentación es un elemento importante para la toma de decisiones y es, también, una oportunidad de comunicación entre el personal técnico de la Gerencia Central de Estudios Económicos y el Directorio del Banco, donde se intercambian opiniones y se recibe, además, retroalimentación sobre los desarrollos recientes de la economía en general. ■



El Directorio del BCRP se reúne una vez al mes para decidir sus acciones de política monetaria sobre la base de la información proveniente del proceso de proyección



REFERENCIAS

- Barrera, C (2007), "Proyecciones desagregadas de inflación con modelos Sparce VAR robustos", Documento de Trabajo N° 2007-015, Banco Central de Reserva del Perú.
- Castillo, P., C. Montoro y V. Tuesta (2009), "Un modelo de equilibrio general con dolarización para la economía peruana", Revista Estudios Económicos N° 17, Banco Central de Reserva del Perú, pp. 9-50.
- Vega, M. y otros (2009), "Un modelo semi-estructural de proyección para la economía peruana", Revista Estudios Económicos N° 17, Banco Central de Reserva del Perú, pp. 51-83.

³ El artículo de Barrera (2007) detalla la metodología de proyección de la inflación utilizando información desagregada de los componentes del índice de precios al consumidor, así como también del índice de precios de importación y del producto bruto interno.

⁴ Para detalles del MPT, ver Vega y Otros (2009) y del MEGA-D, ver Castillo, Montoro y Tuesta (2009). El MPT es un modelo semi-estructural porque sus ecuaciones se derivan de relaciones de la teoría macroeconómica, mientras que el MEGA-D es un modelo de equilibrio general porque sus ecuaciones son derivadas de microfundamentos, es decir del comportamiento microeconómico de los agentes económicos.

R RESERVAS internacionales, choques externos y políticas contra-cíclicas

PAUL CASTILLO*

Las reservas internacionales representan el activo internacional más líquido de un país. Permiten enfrentar necesidades urgentes de recursos, como las que generan las salidas inesperadas de capitales.

* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP.

La experiencia reciente de muchas economías emergentes frente a la actual crisis financiera global, entre ellas el Perú, muestra que un nivel adecuado de reservas internacionales es también un factor que contribuye a la capacidad de las economías para implementar políticas macroeconómicas contra-cíclicas, aún frente a escenarios externos adversos.

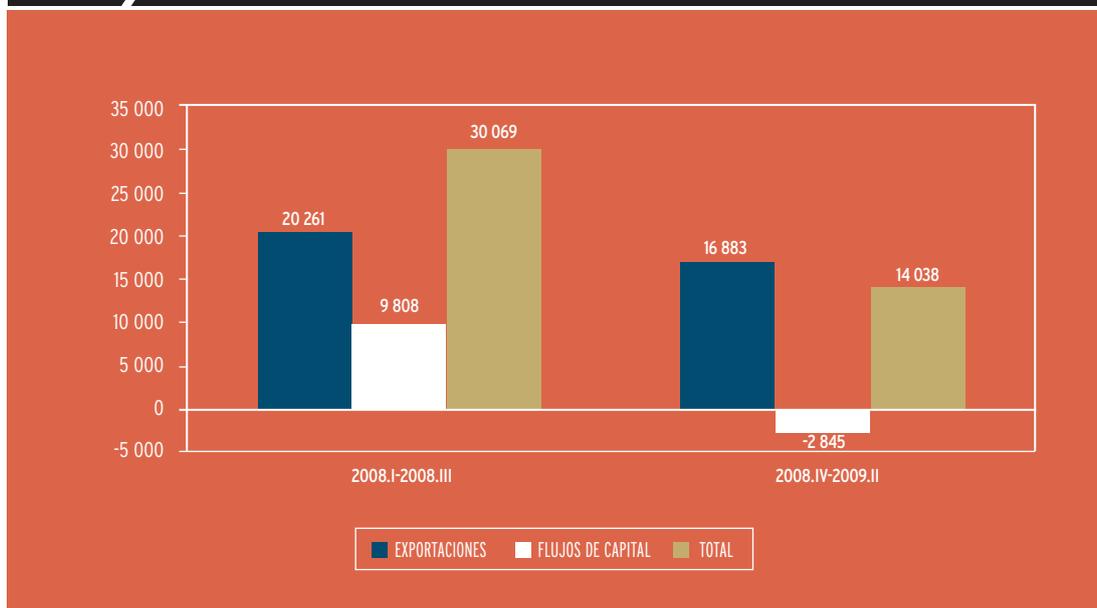
La teoría económica sugiere que frente a caídas transitorias de ingresos, asociadas por ejemplo a menores precios de exportación, es óptimo que las economías financien estos menores ingresos con préstamos del exterior y no realicen un ajuste abrupto en sus gastos. Esto resulta óptimo en la medida que permite a los países reducir la volatilidad del ciclo económico, lo que a su vez se refleja en menores niveles de riesgo país, y menores tasas de interés, permitiendo mayores tasas de crecimiento a largo plazo.

Sin embargo, en la práctica, al menos hasta esta crisis, pocos países han logrado implementar este tipo de respuesta (elevar su financiamiento externo) frente a escenarios externos adversos. El acceso a los mercados internacionales no es homogéneo entre países y tampoco en el tiempo. Así, en periodos de menor crecimiento económico, la mayoría de economías emergentes enfrentan un endurecimiento de las condiciones de acceso a los mercados internacionales, lo que se ve reflejado en mayores niveles de riesgo país y menores flujos de capitales, lo que limita no sólo las posibilidades de financiar la caída de ingresos con mayor deuda, sino que en el pasado se ha reflejado en políticas macroeconómicas pro-cíclicas, amplificando el impacto del choque externo negativo.

¿Cómo ocurre esto? Por un lado, como la mayor parte de la deuda de economías emergentes se emite en otra moneda, usualmente el dólar o el euro, la salida de capitales genera una pérdida de valor de la moneda local, que presiona sobre la situación financiera del fisco. Al debilitarse la moneda local, el gasto financiero del sector público en términos reales se incrementa, limitando la capacidad del fisco para expandir su gasto, y con ello la posibilidad que compense, al menos parcialmente, la caída de la demanda externa. Si el sector privado también mantiene deudas en moneda extranjera, las presiones depreciatorias amplifican su efecto negativo, particularmente en el caso de empresas del sector no transable, cuyos ingresos se generan en la moneda local, y por tanto no se incrementan cuando la moneda doméstica se debilita. Si además las empresas se encuentran altamente apalancadas, este efecto es aún mayor, dañando la posición financiera de empresas y de las entidades del sistema financiero.

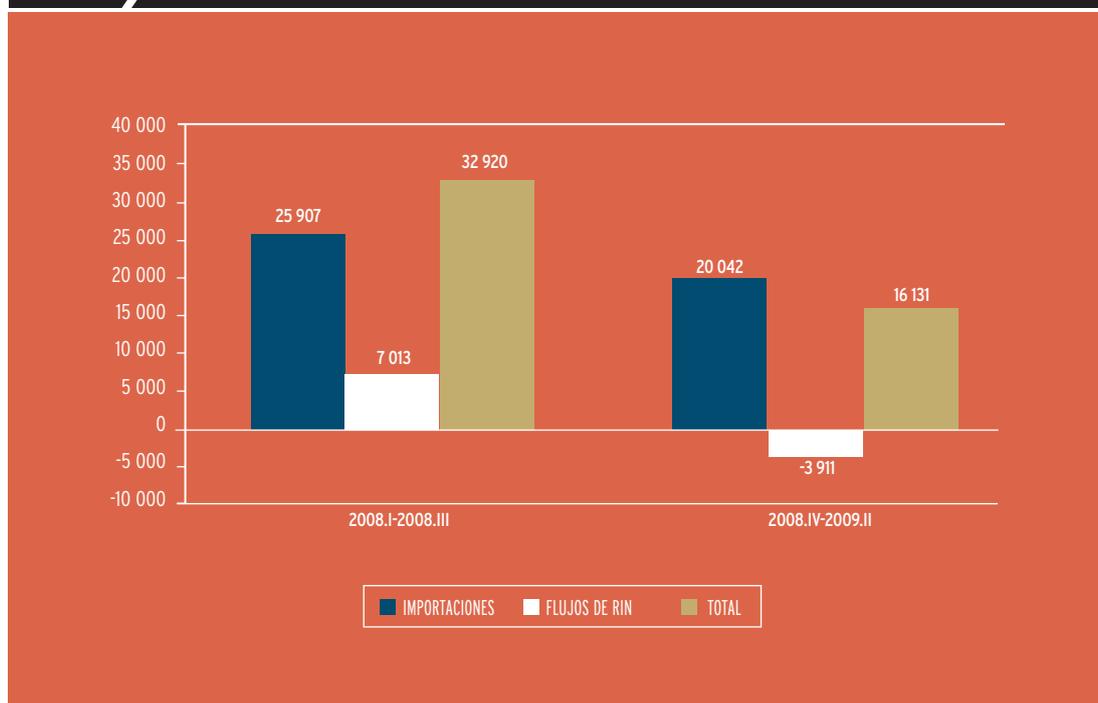
Para evitar este impacto negativo de la pérdida de valor de la moneda local sobre la posición financiera de agentes nacionales, muchos Bancos Centrales en economías emergentes limitan la volatilidad del tipo de cambio, a través de ventas directas de moneda extranjera o incrementos en sus tasas de interés, reacción a la que Guillermo Calvo y Carmen Reinhart han denominado el “miedo a flotar” de los Bancos Centrales. En la práctica, este miedo a flotar ha llevado a los Bancos Centrales a implementar políticas monetarias pro-cíclicas, esto es, a subir las tasas de interés en periodos de menor crecimiento y no reducirlas como sugiere la teoría

GRÁFICO 1 ■ Flujos de Ingresos Externos al Perú
(Millones de US \$)



NOTA: LOS FLUJOS DE CAPITAL CORRESPONDEN A LA TOTALIDAD DE LOS FLUJOS DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS.
FUENTE: BCRP

GRÁFICO 2 ■ Importaciones y Reservas Internacionales
(Millones de US \$)



FUENTE: BCRP

económica. Esta vez, sin embargo, parece haber sido diferente. De acuerdo con el último informe de perspectivas para la región de las Américas del Fondo Monetario Internacional, los países mejor preparados de América Latina, entre los que destaca Perú, fueron capaces de implementar políticas monetarias contra-cíclicas en respuesta a esta crisis. Una de las características en común de estas economías poco desarrolladas, ha sido una importante acumulación preventiva de reservas internacionales.

La acumulación de reservas internacionales permite aminorar las restricciones que impone el acceso imperfecto a los mercados financieros internacionales, y hace más factible que las economías emergentes implementen políticas monetarias contra-cíclicas y, por lo tanto, reduce la necesidad de ajustes drásticos en el gasto agregado frente a escenarios externos negativos. Con un nivel adecuado de reservas internacionales, las economías pueden aminorar el impacto negativo de caídas transitorias en los ingresos por exportación o de salidas de capitales de corto plazo a través de varios mecanismos. Por un lado, el Banco Central puede utilizar las reservas internacionales para reducir las presiones sobre la disponibilidad de liquidez en moneda extranjera de la Banca, por ejemplo, a través de una reducción en la tasa de encaje. De esta manera, los bancos no requieren contraer su oferta de crédito para enfrentar una reducción en el financiamiento de corto plazo del exterior.

Asimismo, el Banco Central puede contener una depreciación abrupta de la moneda, vendiendo directamente moneda extranjera a los bancos y, de esta forma, reducir el efecto negativo de la salida de capitales sobre el tipo de cambio y, a través de este canal, en la posición financiera de las empresas. En economías dolarizadas como la peruana, las reservas internacionales también permiten que el Banco Central cumpla su función de prestamista de última instancia, al permitirle otorgar liquidez en moneda extranjera a la banca en episodios de corridas de depósitos o segmentación del mercado de dinero en dólares. Ello también contribuye a mantener las tasas del sistema financiero estables, aún en periodos de elevada incertidumbre en los mercados de dinero.

También, la experiencia reciente evidencia que el mismo hecho de mantener un elevado nivel de reservas internacionales facilita un mayor acceso a los mercados financieros mundiales a las economías emergentes. Las reservas internacionales, al reducir el riesgo de falta de liquidez internacional y la necesidad de ajustes macroeconómicos abruptos, generan mayor estabilidad en el ciclo económico lo que a su vez lleva a una menor percepción de riesgo país. Esto último ha permitido que economías como Perú puedan emitir durante 2009, en plena crisis financiera internacional, casi US \$ 2 000 millones en bonos del Tesoro a tasas cercanas al 7 por ciento y a plazos de más de 20 años.

El efecto de menores ingresos transitorios sobre el gasto agregado es similar al que enfrentan las

familias cuando, por ejemplo, el cabeza de hogar pierde el trabajo. Aquellas familias que no acumularon ahorros líquidos durante los periodos de bonanza, el equivalente a las reservas internacionales para un país, tendrán que realizar ajustes drásticos en sus niveles de gastos frente a este evento inesperado, que pueden incluso tener efectos permanentes sobre el bienestar de las familias, tales como las consecuencias de cambiar de colegio a los hijos. Si los mercados financieros funcionaran perfectamente, esta familia no tendría que realizar este ajuste en su nivel de gastos, bastaría con obtener un préstamo para compensar la caída transitoria en su nivel de ingreso.

Conscientes de la falta de financiamiento en situaciones de bajos ingresos, resulta totalmente racional para las familias acumular ahorros por encima de lo que sería deseable si los mercados financieros funcionaran de manera perfecta. Con estos niveles de ahorro, frente al mismo evento, las familias no tendrían que cambiar de colegio a los hijos, sólo tendrían que perder transitoriamente parte de sus ahorros. Con esa misma racionalidad, muchos bancos centrales en economías emergentes han incrementado de manera substancial sus reservas internacionales antes de la crisis financiera, e incluso, en los últimos meses, en la medida que los mercados financieros se han estabilizado, han continuado ganando reservas internacionales.

Veamos a continuación que tan efectivo ha sido el uso de las reservas internacionales para aminsonar el impacto de la crisis financiera en el Perú. Entre el cuarto trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009, la crisis financiera internacional se reflejó en una caída de ingresos por exportaciones para el Perú, descontando la remesa de utilidades, de alrededor de US \$ 3 200 millones, respecto a lo observado en los tres primeros trimestres de 2008. Asimismo, generó menores flujos de capitales, los que se redujeron de un ingreso de US \$ 9 808 millones en los tres primeros trimestres de 2008 a una salida neta de US \$ 2 845 millones en los siguientes tres trimestres. (Gráfico 1).

Durante este periodo, la economía tuvo que enfrentar un menor flujo de recursos del exterior respecto a los tres primeros trimestres de 2008 de alrededor de US \$ 16 000 millones de dólares, de éstos, aproximadamente, US \$ 11 000 millones (70 por ciento) se financiaron con menor acumulación de reservas internacionales y alrededor de US \$ 6 000 millones con ajuste de gasto agregado. Como se observa en el cuadro 1, los flujos de reservas internacionales pasaron de una acumulación de US \$ 7 013 millones a una pérdida de US \$ 3 911 millones. (Gráfico 2).

De no haberse utilizado las reservas internacionales para amortiguar el impacto en el gasto agregado, la caída de este indicador, reflejada en menores importaciones, hubiera sido casi el doble, alrededor de US \$ 10 000 millones, con los consecuentes efectos negativos sobre la creación de empleo y consumo.

Si se hace el mismo ejercicio para los años 1998 y 1999, periodo en el que Perú contaba con un



Mantener un elevado nivel de reservas internacionales facilita un mayor acceso a los mercados financieros mundiales a las economías emergentes



CUADRO 1 ■ Flujos de Recursos del Exterior 2008
(Millones de US \$)

	2008		Diferencia
	2008.I - 2008.III	2008.IV - 2009.II	
Exportaciones bienes	25 055	17 910	-7 145
Exportaciones de Servicios	2 724	2 608	-116
Remesas	-7 518	-3 636	3 882
Exportaciones Netas	20 261	16 883	-3 379
Flujos de Capitales	9 808	-2 845	-12 653
Flujo Total de Recursos del exterior	30 069	14 038	-16 031
RIN	7 013	-3 911	-10 924
Importaciones	25 907	20 042	-5 864

FUENTE: BCRP

CUADRO 2 ■ **Flujos de Recursos del Exterior 1998**
(Millones de US \$)

	1998		Diferencia
	1998.I - 1998.III	1998.IV - 1999.II	
Exportaciones bienes	4 101	4 477	375
Exportaciones de Servicios	1 346	1 197	-149
Remesas	-589	-447	142
Exportaciones Netas	4 859	5 227	369
Flujos de Capitales	2 249	-476	-2 725
Flujo Total de Recursos del exterior	7 107	4 751	-2 356
RIN	-105	-1 360	-1 255
Importaciones	8 128	6 722	-1 406

FUENTE: BCRP

menor nivel de reservas internacionales, se puede observar que en esa oportunidad un 50 por ciento de la reducción de flujos de capitales se financió con pérdida de reservas internacionales y, por lo tanto, el resto del ajuste se tuvo que enfrentar con menores importaciones, que reflejaban un mayor ajuste de su nivel de gasto agregado. (Cuadro 2).

Esta vez, la mayor capacidad que ha tenido nuestra economía para absorber un choque externo, incluso de mayor magnitud que el que enfrentó en 1998, se ha reflejado en un mejor desempeño del consumo, el empleo, las condiciones crediticias, e incluso, el PBI. Así, el consumo en el segundo trimestre de 2009 se ubicó 7 por ciento por encima de su valor pre-crisis, mientras que en 1999 cayó casi 3 por ciento en similar periodo. En el caso del empleo, la diferencia también es notoria, en 1999 este indicador cayó 5 por ciento, en esta ocasión, se ha mantenido estable. En el caso del crédito al sector privado, esta vez se incrementó en 15 por ciento, en 1999 cayó 3 por ciento. (Gráfico 3).

También a nivel teórico, recientemente algunos autores, utilizando modelos basados en micro-fundamentos, muestran que resulta óptimo que las economías mantengan niveles de reservas internacionales positivos cuando enfrentan restricciones de acceso al crédito. En estos modelos, el nivel adecuado de reservas internacionales es mayor cuando la probabilidad de un evento de salida de capitales o caída abrupta de precios de exportación es mayor, cuanto más vulnerable se encuentre la economía, como por ejemplo, cuando ésta se encuentra altamente dolarizada, y cuando menor es el costo de oportunidad de mantener reservas (Ver Jeanne, Oliver y Romain Rancière (2006) y Benigno et. Al (2008)).

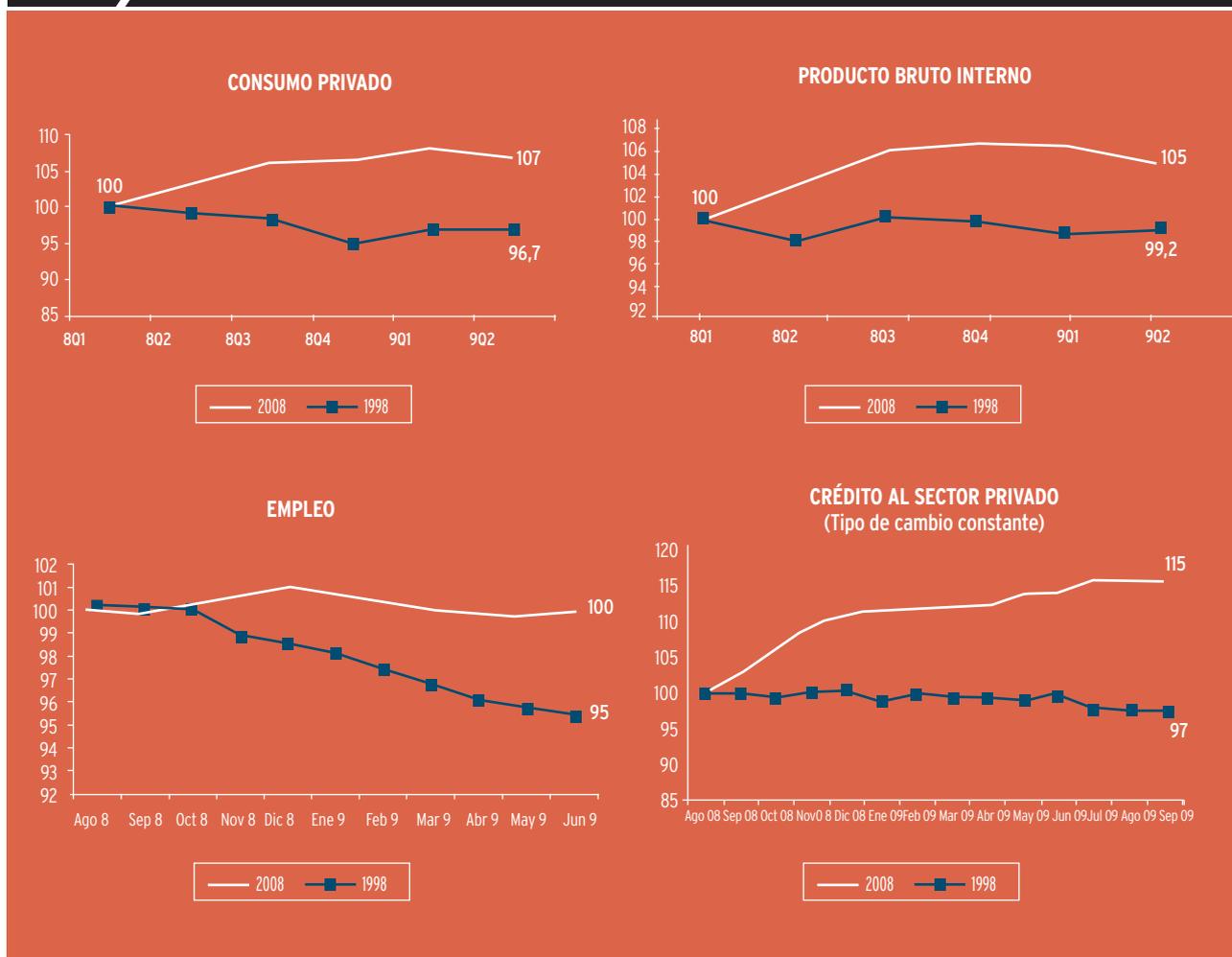
¿Tiene algún costo mantener elevados niveles de reservas internacionales? Así como para una familia que no tiene acceso al sistema financiero, y por tanto no puede contratar un seguro frente a un siniestro, le resulta conveniente mantener elevados niveles de ahorro, a pesar del menor consumo que

El acceso a los mercados internacionales no es homogéneo entre países y tampoco en el tiempo

ello representa hoy; también a nivel agregado, resulta claro que en tanto no exista en el sistema financiero internacional la posibilidad de asegurar el país contra salidas inesperadas de capital, o caídas abruptas en los términos de intercambio, mantener elevados niveles reservas internacionales resulta una forma efectiva para que las economías emergentes puedan afrontar con mayor éxito entornos externos cada vez más volátiles.

Lo anterior no quiere decir que la acumulación de reservas internacionales remplace a las políticas macroeconómicas adecuadas, por el contrario, en muchos casos, como en el del Perú, buena parte de la ganancia de reservas internacionales en los últimos años son reflejo de políticas macroeconómicas prudentes. Así, el fisco peruano durante los años de elevados precios de *commodities*, tuvo la capacidad para generar superávit fiscal y con ello una reducción progresiva e importante de la deuda pública y acumulación de depósitos en el BCRP, que per-

GRÁFICO 3 ■ Evolución de Variables Macroeconómicas (1998 versus 2008)



NOTA: TODAS LAS VARIABLES ESTÁN AJUSTADAS POR ESTACIONALIDAD Y EXPRESADAS COMO ÍNDICES RESPECTO A SUS BASES. PARA EL CONSUMO Y LA INVERSIÓN LOS DATOS SON TRIMESTRALES Y LA BASE ES EL CUARTO TRIMESTRE DE 1997 Y 2007, RESPECTIVAMENTE (1997.Q4=100, 2007.Q4=100). PARA EL EMPLEO Y EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO, LOS DATOS SON MENSUALES Y LAS BASES SON JULIO 1997 Y JULIO 2007, RESPECTIVAMENTE (JULIO 1997=100 Y JULIO 2007=100).

FUENTE: BCRP

mitieron al BCRP un mayor volumen de compras de moneda extranjera en el mercado de dinero, y por lo tanto, acumular reservas internacionales. Asimismo, elevados niveles de encaje en moneda extranjera, permitieron aminorar el impacto de los flujos de capitales sobre la oferta de crédito del sistema financiero, reduciéndose la probabilidad de episodios de boom de crédito, y a la vez, facilitaron la acumulación de un nivel importante de liquidez en moneda extranjera, alrededor de US \$ 5 500 millones, más del 30 por ciento de los depósitos en moneda extranjera.

Una política preventiva de acumulación de reservas internacionales tiene la ventaja adicional que no es incompatible con la flotación cambiaria, y consecuentemente, no genera los desequilibrios y la potencial inestabilidad de la balanza de pagos que tienen los regímenes de tipo de cambio fijo. Por el contrario, permite preservar la estabilidad del sistema financiero, en la medida que fortalece la posición de liquidez internacional, y por tanto permite al Banco Central una mayor capacidad para proveer liquidez en moneda extranjera en episodios de estrés financiero. ■

REFERENCIAS

- Benigno, Gianluca, Huigang Chen, Christopher Otrok, y Eric R. Young, 2008, "Optimal Policy with Occasionally Binding Credit", Documento en Discussion. London School of Economics.
- Calvo Guillermo y Carmen Reinhart, 2008, "Fear of Floating" Quarterly Journal of Economics, Vol. CXVII No. 2, May 2002, 379-408.
- Jeanne, Oliver y Romain Rancière, 2006, "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications", Documento de Trabajo N° 06-229, FMI.
- Regional Economic Outlook, Western Hemisphere, Crisis Averted, what's next?, 2009, Fondo Monetario Internacional, octubre.

LOS RETOS DE la crisis financiera a la TEORÍA macroeconómica

CARLOS MONTORO*

Ante la crisis financiera internacional se han planteado fuertes cuestionamientos a la teoría macroeconómica que son necesarios aclarar.

* Jefe del Departamento de Modelos Macroeconómicos del BCRP

En el último año se han publicado muchas críticas a los economistas y a la ciencia económica en general, haciéndoles cargar parte de la culpa por la crisis financiera global. Por ejemplo, la reina Isabel II de Inglaterra durante una visita a la London School of Economics en noviembre de 2008, aprovechó la oportunidad para realizar la siguiente pregunta a los académicos: ¿Por qué nadie se dio cuenta de que se venía un *credit crunch*? Por su parte, la prestigiosa revista *The Economist* publicó en julio de 2009 tres amplios artículos sobre ¿Qué estuvo mal con la economía?, en referencia a la ciencia económica y la crisis global. Asimismo, muchos economistas internacionalmente respetados han expresado sus opiniones mediante medios virtuales o revistas, sobre qué estuvo mal respecto a la teoría económica y cómo se debería mejorar¹.

La mayoría de estas críticas están relacionadas al estado actual de los modelos macroeconómicos que se han desarrollado en el mundo académico y que están siendo utilizados a su vez para hacer análisis de política económica. En particular, estas críticas están relacionadas al estado actual de los modelos Neo-Keynesianos, los cuales, a su vez, han sido altamente influyentes como marco de análisis para regímenes monetarios con metas explícitas de inflación en los últimos años.

Los modelos Neo-Keynesianos son una síntesis de la discusión de muchos años entre dos escuelas de pensamiento económico. Por un lado, incluyen los conceptos de equilibrio de mercado de los economistas Clásicos y, por otro, la noción de que los precios y salarios no

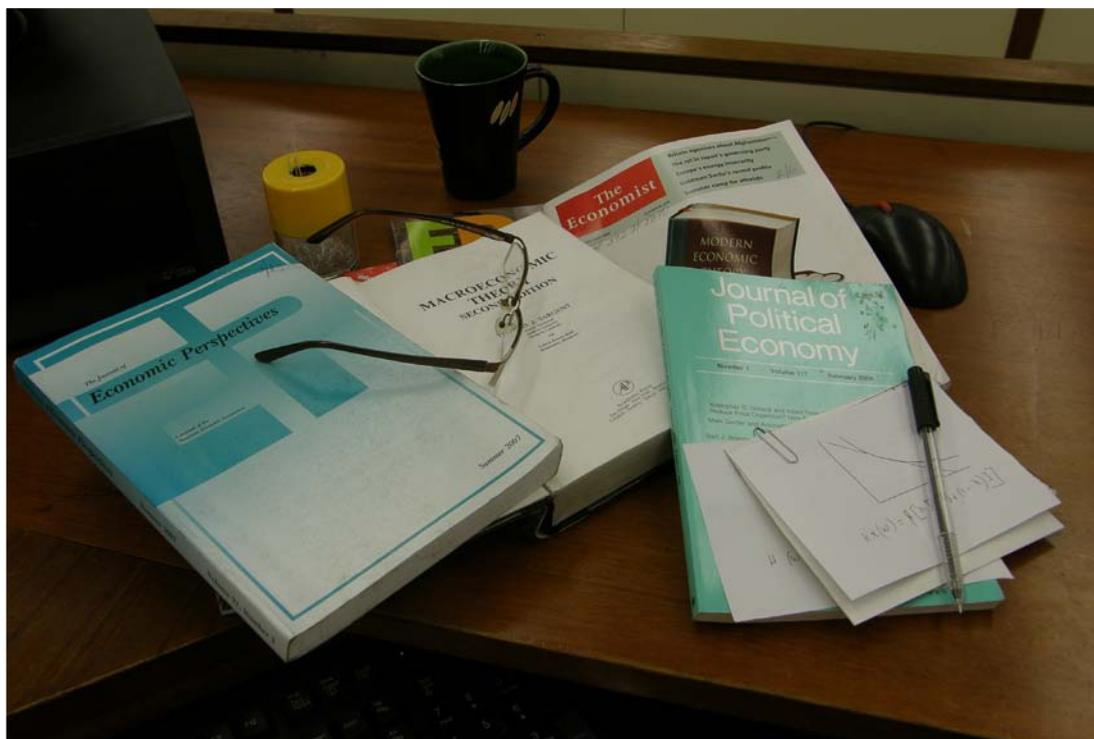
se ajustan inmediatamente (rigideces nominales) de los economistas Keynesianos. En estos modelos se hace explícito la importancia de la credibilidad y compromiso de la política monetaria en la estabilidad de precios, lo cual influye en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En periodos normales, entendidos como aquellos en los que no ha habido turbulencia financiera, los modelos Neo-Keynesianos han sido bastante útiles para organizar la discusión y el análisis en bancos centrales². Sin embargo, al menos en sus versiones estándares, estos modelos consideran algunos supuestos cuya validez es discutible en periodos de inestabilidad financiera.

Por ejemplo, en la versión estándar del modelo Neo-Keynesiano no existe el concepto de liquidez. En este modelo todos los activos tienen la misma capacidad de ser vendidos fácilmente y ofrecen el mismo rendimiento, cuando en el mundo real algunos activos son menos transables que otros y, por esta razón, tienen que ofrecer un retorno mayor que los activos más líquidos. Por ejemplo, las acciones y los bonos emitidos por las empresas son menos transables (y líquidas) que el dinero en efectivo y tienen un rendimiento mayor. Las primas por riesgo de liquidez tienden a ser constantes en periodos normales, pero en episodios de turbulencia financiera son altamente volátiles y su comportamiento afecta la transmisión de la política monetaria.

Asimismo, los modelos desarrollados en la teoría macroeconómica reciente no consideran la posibili-

CRISIS. Necesidad de replantear la teoría macroeconómica.



¹ Para un recuento de los comentarios de Daron Acemoglu, Willem Buiter, Paul de Grauwe, Barry Eichengreen, Simon Johnson, Paul Krugman, Roberto Perotti, Pietro Reichlin, Ignazio Visco y Charles Wyplosz, ver Frankel (2009).

² Ver, por ejemplo, Galí y Gertler (2007) y Tovar (2009) para detalles sobre el uso de modelos de equilibrio general con elementos Neo-Keynesianos en bancos centrales.

dad de que los precios de los activos, tanto reales como financieros, se alejen de su valor fundamental. Es decir, no se estaría permitiendo la existencia de burbujas en el precio de los activos. Sin embargo, la evidencia reciente nos muestra que las burbujas sí existen y que es importante entender las fuerzas que están detrás de ellas. Modelando de forma endógena la generación de burbujas, se tendrán herramientas para identificarlas y reaccionar preventivamente. La crisis financiera global ha demostrado que el costo de no reaccionar a ellas puede ser muy grande.

Por otro lado, un factor importante es la falta de interrelación entre el equilibrio real y el equilibrio financiero de la economía. Ante esta falta de conexión, en los modelos actuales la inestabilidad financiera no tiene efectos sobre la actividad económica, cuando en realidad puede tener efectos muy importantes tanto en la estabilidad económica, cuanto en el crecimiento de largo plazo. Asimismo, las políticas económicas que buscan la estabilidad macroeconómica deberían prestar especial atención a la estabilidad financiera, y el marco para analizar estas políticas debería tener explícito este vínculo.

Por su parte, Cecchetti y otros (2009) hacen un recuento de los ingredientes que son necesarios introducir en los modelos macroeconómicos actuales para que sigan siendo válidos en el contexto de turbulencia financiera. La agenda que proponen estos autores está dirigida a construir modelos macroeconómicos que creen, de manera endógena, condiciones financieras de estrés, en los que se pueda analizar los vínculos entre el sistema financiero, la economía real, las acciones de las autoridades económicas y la regulación macroprudencial.

Cecchetti y otros (2009) recomiendan enfocarse en el rol de las imperfecciones en los mercados financieros (fricciones financieras) y su relación con los intermediarios financieros, para modelar correctamente el vínculo entre el sector financiero y la economía real. Las fricciones financieras incorporan mecanismos en los cuales variables como “profundidad financiera” y “actitudes hacia el riesgo” afectan la actividad económica. Asimismo, las interrelaciones entre los intermediarios financieros permiten modelar el riesgo sistémico.

Por otro lado, para generar mecanismos realistas de propagación y amplificación, estos autores proponen que la agenda de investigación deba incluir también asimetrías de información y agentes económicos que no sean completamente racionales ni iguales entre sí (agentes heterogéneos). Mediante asimetrías de información se puede capturar fallas de coordinación y comportamientos de manada que pueden generar que los precios de los activos se alejen de forma persistente de sus valores fundamentales. Por su parte, la inclusión de agentes que no son completamente racionales, que aprenden y que procesan información con ruido, ayuda

a entender mejor la valoración del riesgo de los agentes económicos. Asimismo, el supuesto de agentes heterogéneos permite introducir problemas de coordinación y diferencias importantes entre el comportamiento agregado e individual de los agentes económicos.

Es importante mencionar que estas limitaciones de los modelos macroeconómicos eran conocidas previamente a la crisis y que también han habido varias contribuciones en estas líneas de investigación³. Sin embargo, la inclusión de estas características en los modelos macroeconómicos para hacerlos útiles para el análisis de política no es una tarea fácil. Así, la complejidad analítica y computacional crece exponencialmente cuando se incluyen supuestos como fricciones financieras, con agentes heterogéneos no-racionales y asimetrías de información, etc. De todas maneras, esta agenda de investigación está en marcha y se espera que en el futuro próximo se tengan herramientas de análisis que integren la interacción entre la economía real y financiera.

En los años 1970s, la crítica de Lucas puso en jaque a los modelos macroeconómicos utilizados en ese momento por estar basados en formas reducidas que no capturaban los efectos de cambios de política económica. Esto fomentó el desarrollo de los modelos dinámicos de equilibrio general, los cuales al incorporar fundamentos microeconómicos podían considerar los efectos de cambios de política en el análisis. De la misma manera, la crisis financiera global está sirviendo de inspiración, tanto de académicos como de técnicos dedicados al análisis de política económica, para incluir fundamentos financieros en los modelos macroeconómicos actuales. ■

REFERENCIAS

- Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1999), “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework”, en J.B. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C, Amsterdam, Elsevier North-Holland, pp. 1341-93.
- Cecchetti, S., P. Disyatat y M. Kohler (2009), “Integrating financial stability: new models for a new challenge”, ensayo preparado para la conferencia conjunta BIS-ECB: “Monetary policy and financial stability”, 10-11 de septiembre 2009, Basilea - Suiza.
- Cúrdia, V. y M. Woodford (2009), “Credit frictions and optimal monetary policy”.
- De Fiore, F. y O. Tristani (2009), “Optimal monetary policy in a model of the credit channel”, *European Central Bank Working Paper Series*, n° 1043.
- Frankel, J. (2009), “What’s In and Out in Global Money”, *Finance & Development*, Septiembre 2009, pp. 13-17.
- Galí, J. y M. Gertler (2007), “Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation”, *Journal of Economic Perspectives* - V 21(4), pp 25-45.
- Kiyotaki, N. y J. Moore (1997), “Credit cycles”, *Journal of Political Economy*, vol 105, pp. 211-48.
- *The Economist* (2009), “What went wrong with economics”, edición impresa del 16 de Julio de 2009.
- Tovar, C. (2009), “DSGE models and central banks”, *Economics E-Journal*, Vol. 3.

³ Entre las contribuciones más importantes tenemos a Kiyotaki y Moore (1997), Bernanke, Gertler y Gilchrist (1999), que analizan el rol de las fricciones financieras en la amplificación de los ciclos económicos. Contribuciones más recientes de Cúrdia y Woodford (2009) y De Fiore y Tristani (2009) analizan el rol de los intermediarios financieros.

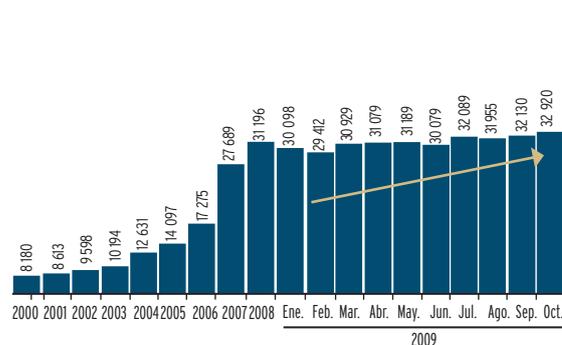


Indicadores económicos

Inflación e Inflación subyacente
(Variación porcentual últimos 12 meses)



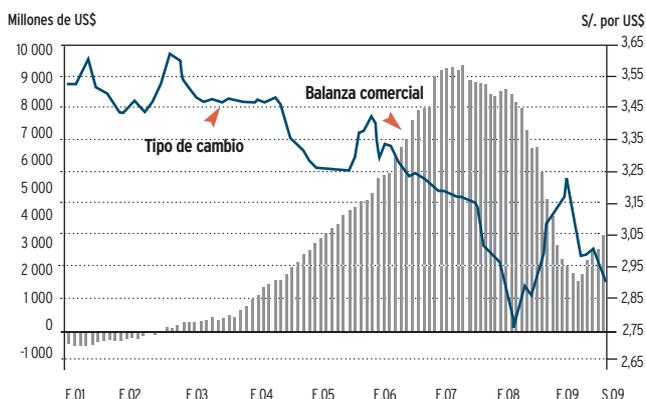
Acumulación de reservas internacionales netas
(Millones de US\$)



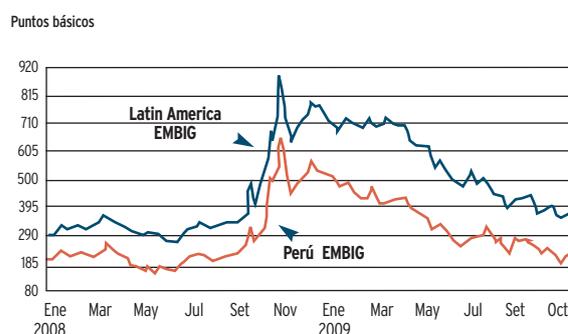
► En el año 2008 la inflación se ubicó por encima del límite superior del rango de la Meta de Inflación anual establecido por el Banco Central de Reserva del Perú, debido principalmente a la inflación de origen externo. Sin embargo, la inflación últimos 12 meses muestra una disminución desde diciembre de 2008.

► El nivel actual de las RIN es equivalente a 4,7 veces la emisión primaria, 18 meses de importaciones y 1,6 veces al saldo total de la deuda pública externa, lo cual refleja la fortaleza del país en sus finanzas internacionales.

Balanza comercial anual y tipo de cambio promedio mensual



Indicadores de riesgo país
(Enero 2008 - Octubre 2009)



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

► 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 nacionales e internacionales, considera que el Perú será uno de los países con mayor dinamismo económico de América Latina y registrará una de las tasas de inflación más bajas de la región.

Indicadores Mensuales

	Mar.09	Abr.09	May.09	Jun.09	Jul.09	Ago.09	Set.09	Oct.09
PBI (Var. %)	2,9	-1,9	0,7	-2,3	-1,4	0,2	0,0	n.d.
Inflación mensual (%)	0,36	0,02	-0,04	-0,34	0,19	-0,21	-0,09	0,12
Inflación 12 meses (%)	4,78	4,64	4,21	3,06	2,68	1,87	1,20	0,71
Tipo de cambio venta (S/. por US\$)	3,176	3,085	2,996	2,992	3,014	2,952	2,911	2,873
Tipo de cambio real (Dic 2001=100)	100,6	99,4	98,4	100,3	101,6	100,6	100,3	100,1
Tasa de ahorros (% en S/.)	1,4	1,4	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
Tasa de préstamo hasta 360 días (% en S/.)	14,2	13,8	13,1	12,6	12,2	11,6	11,3	11,4
Tasa de ahorros (% en US\$)	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Tasa de préstamos hasta 360 d. (% en US\$)	9,2	9,0	8,6	8,3	8,0	7,5	7,2	6,9
Balanza comercial (mill. US\$)	380	133	659	527	598	582	566	556
Exportaciones (mill. US\$)	1.950	1.807	2.145	2.193	2.347	2.317	2.408	2.502
Importaciones (mill. US\$)	1.570	1.674	1.486	1.666	1.749	1.735	1.842	1.946

Indicadores trimestrales

	2007				2008				2009			
	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.
PBI (Var. %)	8,9	10,3	11,8	10,9	6,5	9,8	2,0	-1,1	-0,4			
Consumo privado	8,3	8,4	9,3	9,2	8,0	8,7	3,8	1,9	1,5			
Inversión privada	23,4	19,7	34,0	27,9	21,0	25,6	1,7	-20,8	-22,7			
PBI de los sectores primarios	2,7	6,2	8,0	7,8	7,2	7,4	3,2	1,4	1,1			
PBI de los sectores no primarios	10,2	11,2	12,7	11,5	6,4	10,3	1,8	-1,7	-0,7			
Manufactura	10,8	10,6	11,1	10,0	3,4	8,7	-4,4	-11,7	-10,8			
BALANZA CUENTA CORRIENTE (%PBI)	1,1	-2,8	-4,5	-3,1	-2,5	-3,3	-1,4	-0,1	0,5			
SECTOR PÚBLICO (%PBI)												
Resultado económico del Sector Público no Financiero	3,1	4,3	5,4	1,4	-2,7	2,1	1,4	-3,3				
Ingresos corrientes del gobierno central	18,1	18,0	19,5	18,4	17,0	18,2	16,3	16,2	15,3			
Gastos no financieros del gobierno central	14,7	11,4	12,3	18,7	16,5	14,7	13,7	14,4	18,4			
Deuda pública total	29,6	27,5	25,2	23,8	24,0	24,0	24,7	26,0	26,8			
Deuda pública externa	18,7	16,7	15,5	14,6	15,1	15,1	15,8	16,2	16,6			
Deuda pública interna	11,0	10,8	9,7	9,2	8,9	8,9	8,8	9,7	10,2			

MARCA de agua

Arte en papel

DANIEL ROBLES*

La velocidad con que se reciben o entregan los billetes, nos impide apreciar en toda su magnitud la belleza de la marca de agua, elemento de seguridad por excelencia.

* Especialista administrativo en Análisis del Circulante del BCRP.

Cuando escuchamos hablar de “marca de agua”, nos viene a la mente esa área definida en los billetes que muestra, cuando vemos a trasluz, pequeñas obras de arte embebidas en la masa de papel. Estas marcas nos permiten la comprobación de la autenticidad de los billetes de una manera simple y segura.

Si bien la marca de agua es el elemento de seguridad por excelencia que tienen los billetes, el área en la que está ubicada es, por razones obvias, muy reducida, por lo que es común que los fabricantes de papel de seguridad presenten a sus clientes muestras de marcas de agua de mayores dimensiones, en las que se aprecia toda la experiencia adquirida a través de los años en el oficio de la fabricación de papel. Presentamos algunas de estas muestras en este artículo, cuyo propósito es que se conozca la marca de agua desde el punto de vista artístico, como un homenaje al grupo de técnicos expertos y artistas de talento excepcional; que la plasma, pero que, en general, permanece en el anonimato.

La marca de agua es un artificio y pocas veces nos preguntamos ¿cuál es el significado y el valor de la marca de agua? Veamos su evolución:

Las primeras marcas de agua, de contornos lineales, se elaboraron manualmente en el siglo XIII y fueron diseñadas como marca de fábrica para identificar al fabricante del papel o al usuario del mismo. Su producción era artesanal y se apreciaba un monograma con una tonalidad más clara que el resto de la hoja.

Hacia fines del siglo XVII, apareció la marca de

agua sombreada, fabricada también de manera manual (“en batea”), donde se podían apreciar figuras con más de una tonalidad.

La elaboración de la marca de agua de contornos lineales dejó de ser manual a finales del siglo XVIII, con la aparición de la máquina Fourdrinier. Estas máquinas lo que hacen es generar una depresión en el papel en el momento final de su producción.

Hoy en día la marca de agua de contornos lineales se sigue empleando para identificar a los papeles comerciales, como por ejemplo, los que empleamos en nuestras actividades cotidianas. Así, si colocamos una hoja bond al trasluz podemos apreciar, en la mayoría de ellas, su marca de fábrica.

De otro lado, en el Extremo Oriente, donde el arte de la fabricación de papel está respaldado por más de un milenio de tradición, se siguen efectuando marcas de agua de belleza incomparable. Sin embargo, en otros lugares como Alemania, España, Francia e Italia, entre otros, también se ha logrado producir marcas de agua de excelente calidad.

Con la invención de máquinas especiales llamadas “de forma cilíndrica” o “redonda” a comienzos del siglo XIX, fue posible por primera vez, producir marcas de agua moldeadas con múltiples tonalidades en las que el pase de un tono a otro, se da de forma gradual, lográndose de esta manera la marca de agua actual.

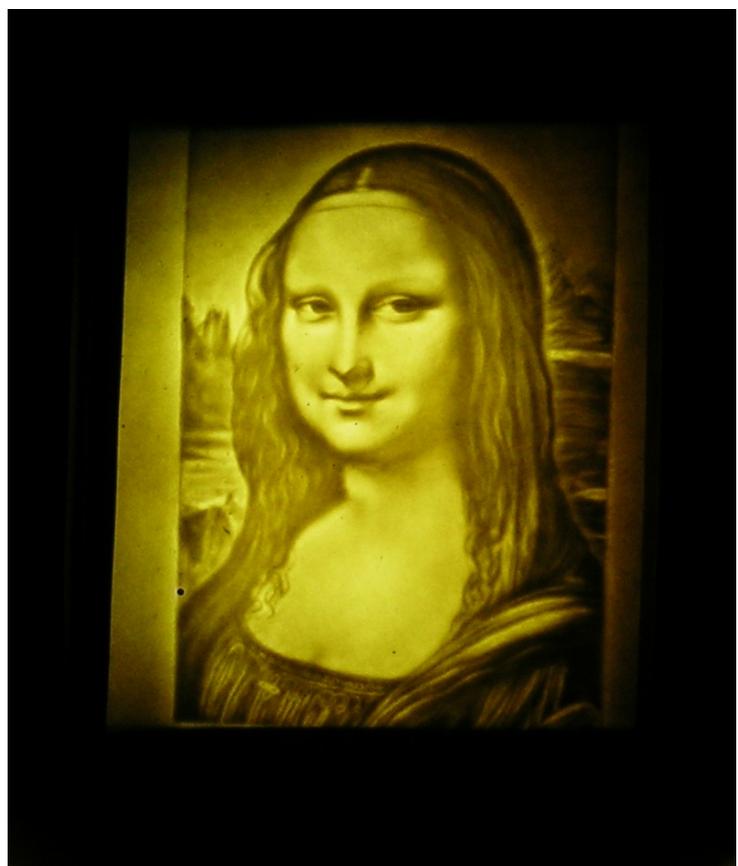
La producción de esta marca de agua cilíndrica, llamada así por la forma de la máquina, tiene dos etapas claramente definidas para su fabricación.

MARCA ESPAÑOLA.

Artesano confeccionando una marca de agua. Derecha:

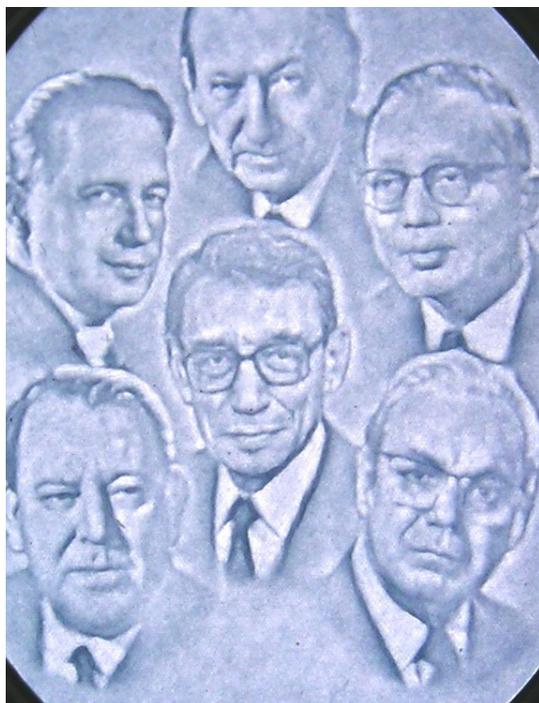
MARCA ITALIANA.

La Mona Lisa.



MARCA INGLESA.

Secretarios
Generales de las
Naciones Unidas,
entre los que se
aprecia a Javier
Pérez de Cuéllar.

**MARCA JAPONESA.**

OKESY ODOR, danza
tradicional.

Derecha:

MARCA ITALIANA.

Santa Rosa de Lima,
en el billete peruano
de S/. 200.



La primera de ellas está referida a la elaboración de la matriz en la que se aprecia la pericia del artista para moldear las figuras que se quieren reproducir en el papel, generando en él las características tridimensionales del diseño.

La segunda etapa consiste en la elaboración del papel con la marca de agua, en la que las fibras de algodón mezcladas con agua se acumulan en diferentes densidades generando así las múltiples tonalidades. Por ello, podemos afirmar que la marca de agua está formada por diferentes espesores del papel.

Gracias a la tecnología moderna, desde hace algunos años, los artistas que trabajan en las fábricas que producen papel para billetes, elaboran las marcas de agua provistos de sofisticadas computadoras y gracias a su creatividad podemos apreciar en toda su extensión algunas de estas valiosas piezas.

En el Perú, se incorpora por primera vez la marca de agua en los billetes de S/. 5 000,00 (cinco mil Soles de Oro) de fecha 22 de julio de 1976, desde entonces no se ha dejado de colocar en nuestros billetes. Así, desde esa fecha, los billetes peruanos cuentan con una marca de agua que reproduce la imagen del personaje principal del billete. En los últimos años se agregó una segunda marca de agua clara de la denominación del billete.

Como se mencionó anteriormente, la marca de agua es el elemento de seguridad por excelencia de los billetes de banco y la INTERPOL recomienda su uso a los bancos centrales, motivo por el cual, prácticamente todos los billetes de papel cuentan con al menos una marca de agua.

Finalmente, considerando que las marcas de agua son pequeñas obras de arte no deben pasar desapercibidas, por ello, cada vez que recibamos un billete detengámonos unos pocos segundos a observarla. ■



P rimer Concurso Nacional de Pintura del Banco Central de Reserva

“El entusiasmo de un jurado que, más allá de las preferencias particulares de cada uno de sus miembros, se sintió corporativamente desafiado por la alta estimulación de lo ahora expuesto. No se busque en las decisiones tomadas consensos imposibles, sino la responsable, saludable ponderación de criterios diversos, acorde a la diversidad de una instancia deliberativa que reúne a artífices mayores como Ricardo Wiese y Moico Yaker con críticos culturales como María Burela, Luis Eduardo Wuffarden y este servidor (*).”

(*) Gustavo Buntinx, miembro del jurado del Primer Concurso Nacional de Pintura del Banco Central de Reserva.

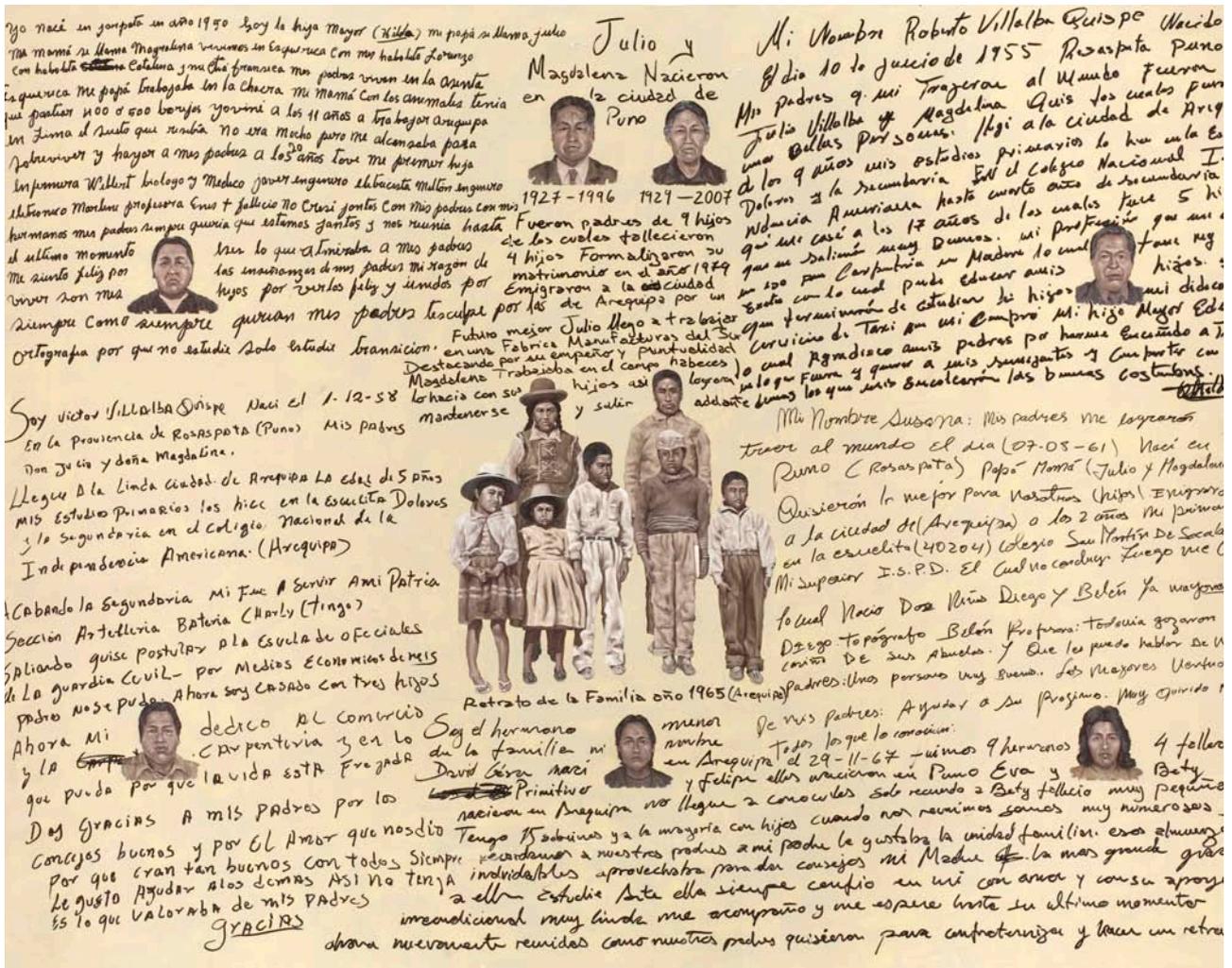
La obra "Retrato familiar", del artista arequipeño David Villalba Quispe, fue declarada ganadora del primer Concurso Nacional de Pintura del Banco Central de Reserva del Perú. Con ella, el artista se hizo acreedor del premio de S/. 20.000.

La pintura ha sido elaborada bajo una técnica mixta sobre lienzo en dimensiones de 1,50 x 2,00 metros, y obtuvo el primer puesto otorgado por el jurado integrado por María Burela, Gustavo Buntinx, Ricardo Wiese, Luis Eduardo Wuffarden, y Moico Yaker, reco-

nocidos representantes de la plástica peruana.

David Villalba realizó sus estudios en la Escuela de Artes "Carlos Baca Flor" (1987-1991) en Arequipa. Ha realizado exposiciones individuales en dicha ciudad, Trujillo y Cusco, así como muestras internacionales en EE.UU, Francia, Chile, Suiza y Canadá, además de muestras colectivas nacionales desde 1988.

Ha recibido diversos reconocimientos y méritos a su labor artística en el campo de la pintura, como el tercer puesto en el X Concurso Nacional de Pintura Coca Cola Trujillo. También, mencio-



● David Villalba "Retrato familiar", primer puesto.

nes honrosas de los concursos organizados por el Instituto Cultural Peruano Norteamericano, Pacífico Peruano Suiza, Alliance Francaise-Arequipa y Escuela Superior de Arte Carlos Baca Flor.

El segundo puesto del concurso fue ocupado por Claudia Coca Sánchez con su obra “De castas y mala raza”, elaborado en óleo sobre lienzo, quien recibió un premio de S/. 10 000.

Claudia Coca estudió en la Escuela Nacional de Bellas Artes de Lima. Participó en la II Bienal de Artes Visuales de Mercosur, Porto Alegre-Brasil, luego de ser seleccionada como representante del Perú. En 1999 recibió el tercer puesto del II Concurso Franco-Peruano de Artes Visuales. Entre 1997 y 1998 fue representante de la muestra itinerante Artistas Peruanos Contemporáneos organizado por

el Ministerio de Relaciones Exteriores.

Ejerce la docencia desde 1993 en la Escuela de Bellas Artes Corriente Alterna y en el Centro Imagen. Además trabaja en diseño gráfico, diseño publicitario e ilustración. Actualmente cursa el Bachillerato complementario en Arte de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

Debido a la excepcional calidad de las obras presentadas, también se hicieron mercedores a menciones honrosas: Harry Chávez Alzamora por “Visiones”; Christian Flores Saavedra por “27 mayo 2006, 27 mayo 2006, 27 de mayo 2006, 27 mayo 2006, 27 mayo 2006, 27 mayo 2006, 27 mayo 2006”; Armando Williams Díaz por “Homenaje al alcalde Saúl Muñoz, asesinado por Sendero Luminoso en Huamanmarca”; y Claudia Martínez Garay (obra sin título). ■



● David Villalba (primer puesto), Claudia Coca (segundo puesto), Armando Williams, Claudia Martínez y Christian Flores (menciones honrosas).

Nº 21.

Quararón de Mestizo.

con

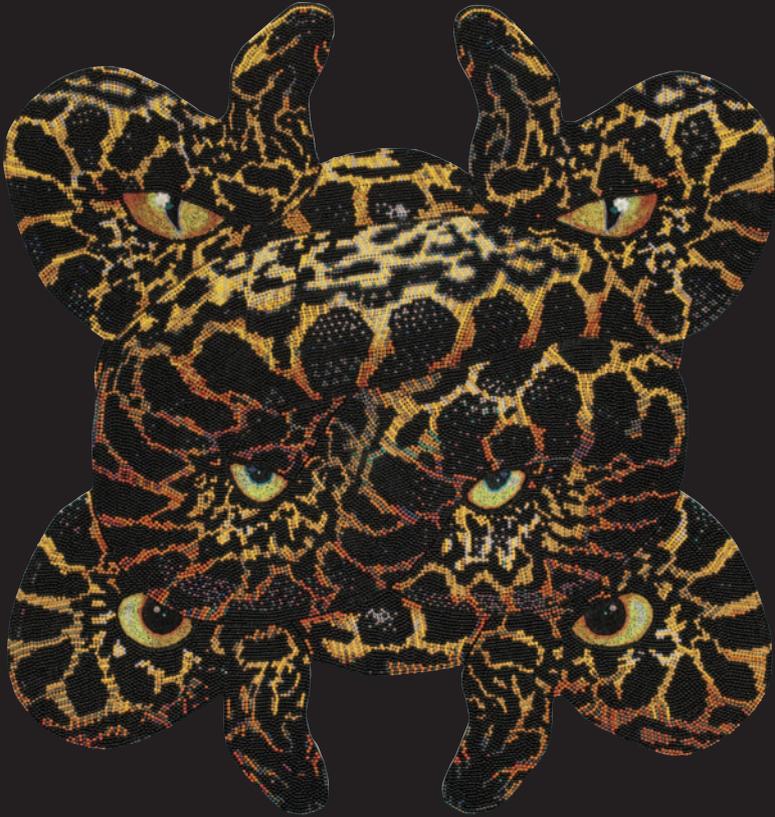
Tresaiba.

Pro dñice

Mestizo Salta Atrás.



● ● Claudia Coca "De castas y mala raza", segundo puesto.



● Harry Chávez "Visiones", mención honrosa.



● Claudia Martínez "S/t", mención honrosa.



libros y certámenes

▶ LA POLÍTICA MONETARIA FRENTE A LA CRISIS INTERNACIONAL: LOS CASOS DE BRASIL, CHILE, MÉXICO Y PERÚ

Ricardo Lago analizó la respuesta dada por los bancos centrales de Brasil, Chile, México y Perú a la crisis global. Destacó nuestra sólida situación financiera, altas reservas internacionales, la estabilidad cambiaria y una banca bien capitalizada, como factores que permitieron que Perú enfrentara con buen pie dicha crisis.



▶ XXXIII REUNIÓN DE SISTEMATIZACIÓN DE BANCA CENTRAL

Este evento organizado por el Banco y el CEMLA, contó con la presencia de representantes de las Gerencias de Información de los bancos centrales de Argentina, Belice, Bolivia, Colombia, Costa Rica, Chile, El Salvador, España, Filipinas, México, Paraguay, República Dominicana, Trinidad y Tobago y Uruguay, así como del National Institute of Standards and Technology. La reunión implicó un interesante intercambio de conocimientos y experiencias entre los participantes.



▶ FIRMA DE CONVENIO DE COOPERACIÓN CON EL CONSORCIO DE INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL - CIES

El Banco Central y el CIES firmaron un convenio para establecer líneas y mecanismo de coordinación, cooperación y colaboración interinstitucional, a fin de actualizar los conocimientos de los profesores de las facultades de economía.

▶ ENCUENTRO ECONÓMICO REGIÓN LORETO

Con el fin de analizar los principales problemas y posibilidades de la región y contribuir a la formulación de la agenda necesaria para su desarrollo, el Banco realizó un Encuentro Económico en la Región Loreto.

▶ III SEMINARIO DE NUMISMÁTICA: LAS MEDALLAS CONMEMORATIVAS EN EL PERÚ

Por tercer año consecutivo, el BCRP organizó este seminario, con el objetivo de presentar las medallas conmemorativas en la historia de la Numismática en el Perú.

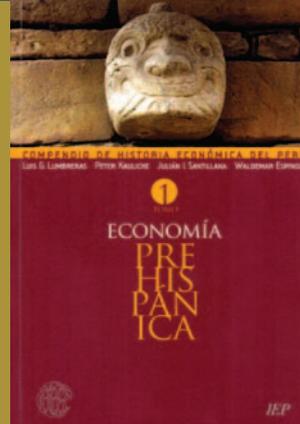


▶ SEMINARIO DE ACTUALIZACIÓN EN ECONOMÍA Y FINANZAS PARA PERIODISTAS EN IQUITOS

Con la presencia de más de cincuenta periodistas, los temas tratados fueron "La crisis financiera internacional y su impacto en el Perú", "Estadísticas Macroeconómicas" y las "Medidas de Seguridad de Billetes y Monedas".

▶ PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS

Fue el tema central de la exposición de Nicolás Eyzaguirre, director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.



▶ COMPENDIO DE HISTORIA ECONÓMICA DEL PERÚ

TOMO I: ECONOMÍA PREHISPÁNICA

LUIS G. LUMBRERAS, PETER KAULICKE, JUAN SANTILLANA Y WALDEMAR ESPINOZA. CARLOS CONTRERAS, EDITOR. PUBLICADO POR EL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ Y EL INSTITUTO DE ESTUDIOS PERUANOS

El tomo I del Compendio de Historia Económica del Perú, presenta el largo período de doscientos siglos, desde el proceso de asentamiento demográfico del territorio hasta los inicios del siglo XVI de nuestra era. Estos veinte mil años han sido divididos en cuatro fases: el período Arcaico o Pre-cerámico, a cargo de Luis G. Lumbreras. La segunda fase, conocida como el período Formativo, aproximadamente entre los años 1700 y 200 a.C., es presentado por Peter Kaulicke. Julián Santillana analiza la siguiente fase, que condensa los llamados períodos Intermedio Temprano, Horizonte Medio e Intermedio Tardío. Por último, la cuarta fase, correspondiente al horizonte Inca, es tratado por Waldemar Espinoza.

El segundo tomo del Compendio de Historia Económica del Perú corresponde al período de la dominación colonial temprana, desde 1532 hasta 1700, está ad portas de su publicación. Se espera que tenga tanta acogida como el primer volumen, dado que sus autores, también especialistas de renombre, sabrán comunicar sus hallazgos con rigurosidad histórica y de manera clara y sencilla.

TOCA

SIENTE LAS TINTAS EN
ALTO RELIEVE
Y LA CALIDAD DEL PAPEL



MIRA

LA MARCA
DE AGUA
HACIA UNA
FUENTE DE LUZ



GIRA

PARA VER LA
IMAGEN LATENTE



GIRA

PARA VER LA TINTA
QUE CAMBIA DE COLOR





Dos Centavos

A partir del siglo XIX el Perú se va insertando en la vida económica mundial. Los precios de los metales con los que se fabricaba la moneda peruana (oro y plata) habían cambiado sustancialmente en el mundo y era necesaria la creación de una moneda de bajo valor en un metal de menor precio. Es así que se crea por primera vez una moneda de cobre de circulación permanente. Las monedas de cobre llevaban en el anverso la inscripción REPUBLICA PERUANA, en la parte superior el año y en el centro un sol radiante. En el reverso presentaban la frase DOS CENTAVOS, rodeada por dos cornucopias o cuernos de la abundancia, unidas por un lazo.



MUSEO NUMISMÁTICO DEL PERÚ
Jirón Junín 781, Lima