

CREDIBILIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

MONEDA



•••
POLÍTICA MONETARIA

Transmisión de la Política Monetaria de EE.UU. sobre América Latina

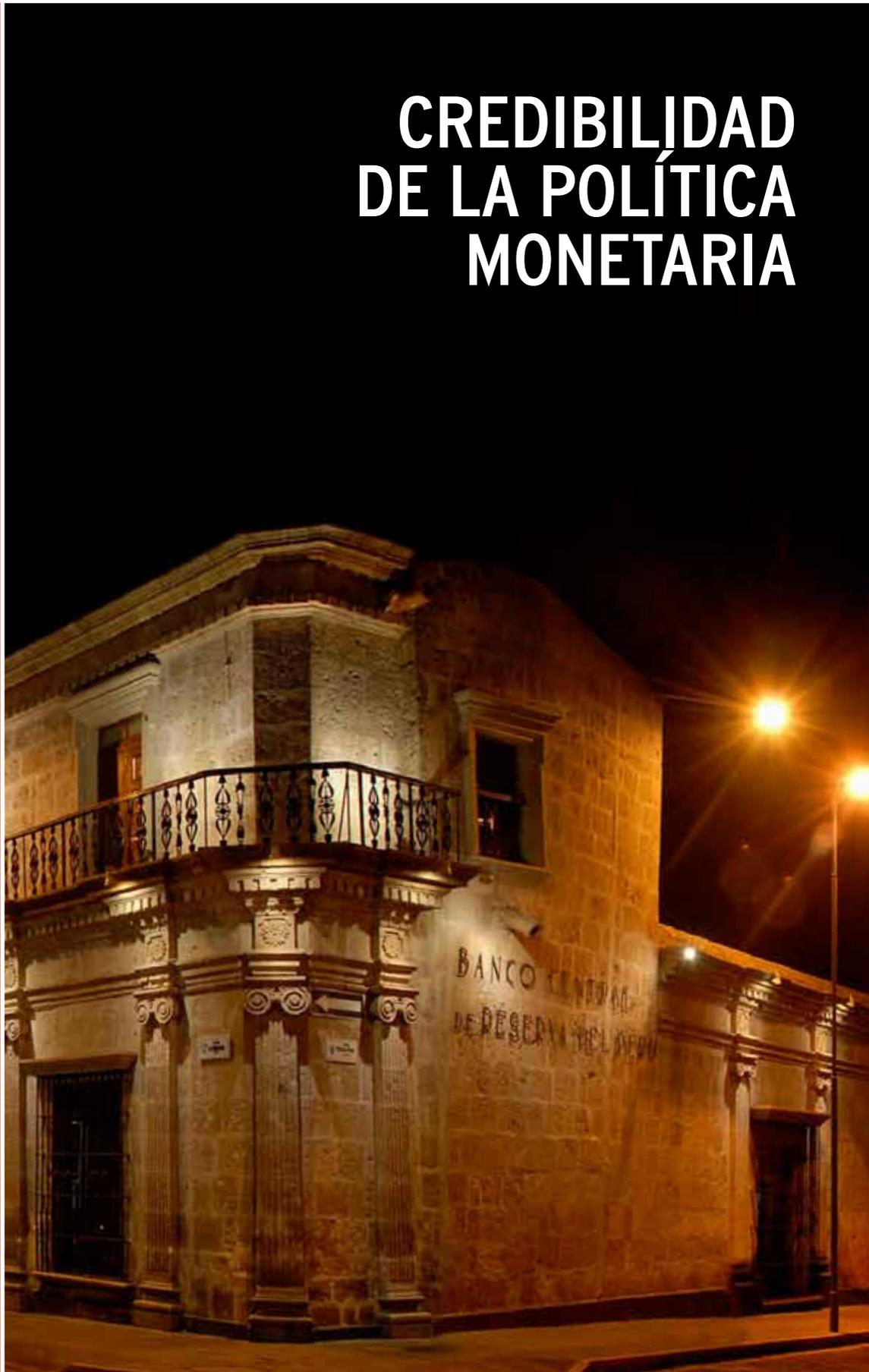
•••
SISTEMA FINANCIERO

Evolución y determinantes del acceso de los hogares al sistema financiero

•••
CULTURAL

El arte del *kené* en la cerámica del pueblo Shipibo-Konibo

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



Serie Numismática

“Riqueza y Orgullo del Perú”



Tumi de Oro
(Lambayeque)



Sarcófagos de
Karajía
(Amazonas)



Estela de
Raymondi
(Ancash)



Chullpas de
Sillustani
(Puno)



Monasterio de
Santa Catalina
(Arequipa)



Machu Picchu
(Cusco)



Gran Pajatén
(San Martín)



Piedra de
Saywite
(Apurímac)



Fortaleza del
Real Felipe
(Callao)



Templo del Sol
Vilcashuamán
(Ayacucho)



Kuntur Wasi
(Cajamarca)



Templo Inca
Huaytará
(Huancavelica)



Templo de
Kotosh
(Huánuco)



Arte Textil
Paracas
(Ica)



Tunanmarca
(Junín)



Ciudad Sagrada
de Caral
(Lima)



Huaca de la
Luna
(La Libertad)



Antiguo Hotel
Palace
(Loreto)



Catedral de
Lima
(Lima)



Petroglifos de
Pusharo
(Madre de Dios)



Arquitectura
Moqueguana
(Moquegua)



Huarautambo
(Pasco)



Cerámica Vicús
(Piura)



Cabeza de
Vaca
(Tumbes)



Cerámica
Shipibo-Konibo
(Ucayali)



Arco Parabólico
de Tacna
(Tacna)



Sumario

MONEDA

Setiembre 2016



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

PRESIDENTE JULIO VELARDE FLORES /
DIRECTORES JAVIER ESCOBAL D'ANGELO,
/ FRANCISCO GONZÁLEZ GARCÍA, / DRAGO
KISIC WAGNER, / MIGUEL PALOMINO BONILLA,
/ GUSTAVO YAMADA FUKUSAKI / **GERENTE
GENERAL** RENZO ROSSINI MIÑÁN / **EDITOR
DE LA REVISTA** JOSÉ ROCCA ESPINOZA.

CARÁTULA: FACHADA DE LA CASA GOYENECHÉ, SEDE
REGIONAL DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ EN
AREQUIPA, EN LA CUAL HAY UN MUSEO CON UNA MUESTRA
DEL IMPORTANTE PATRIMONIO CULTURAL DEL BANCO.

ISSN (impreso): 1991 - 0592

ISSN (digital): 1991 - 0606

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

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

❖ Jirón Miró Quesada 441-445, Lima.

Teléfono: 613 2061 www.bcrp.gob.pe

4 COSTOS DE REDUCIR LA INFLACIÓN Y LA CREDIBILIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

ALEX CARRASCO

Usando el Modelo de Proyección Trimestral, el autor discute la relación entre la efectividad y credibilidad de la política monetaria.

8 TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DE ESTADOS UNIDOS SOBRE AMÉRICA LATINA

MARCO VEGA Y JAIRO FLORES

Analizan los efectos que, entre los años 2013 y 2015, las expectativas en torno a la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) de EEUU tuvieron sobre las economías emergentes, en particular, las de América Latina.

11 MIDIENDO LAS EXPECTATIVAS DE CAMBIOS EN LA TASA DE REFERENCIA: EL CASO DE ESTADOS UNIDOS

NICOLE CARBONE, MARCO SALAZAR Y GONZALO CHÁVEZ

Analizan la capacidad de estimar las expectativas del mercado respecto al futuro de la tasa de interés de referencia utilizando diferentes instrumentos financieros en Estados Unidos.

16 EVOLUCIÓN Y DETERMINANTES DEL ACCESO DE LOS HOGARES AL SISTEMA FINANCIERO

AUGUSTA ALFAGEME

La autora resalta los múltiples beneficios que genera el acceso de un mayor porcentaje de la población a los servicios financieros. Por ello, considera necesario contar con indicadores que permitan monitorear la evolución de dicho acceso y analizar sus determinantes.

20 EL CONSEJO FISCAL PERUANO

NIKITA CÉSPEDES, ROY HUARCA Y WILDER RAMÍREZ

Explican que el Consejo Fiscal Peruano, entidad de reciente creación, tiene como finalidad fortalecer la transparencia y predictibilidad de la política macro fiscal del país, a través del análisis técnico e independiente.

25 EVOLUCIÓN DEL DÓLAR EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES: POLÍTICA MONETARIA Y VOLATILIDAD FINANCIERA

MARTHÍN MORÁN

Explica los principales factores que han influido en la evolución del dólar desde setiembre de 2014, fecha en la cual se inició una importante tendencia a la apreciación de las monedas a nivel internacional.

29 ENCUESTA ANUAL DE LIMITANTES AL CRECIMIENTO

ALEX CONTRERAS Y FERNANDO REGALADO

Analizan los limitantes del crecimiento en el largo plazo sobre la base de una serie de preguntas pertinentes que se introdujeron en la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas y la Encuesta Trimestral de Percepción Regional.

32 POLÍTICA FISCAL DE PERÚ: AJUSTES METODOLÓGICOS DEL CÁLCULO DEL RESULTADO ECONÓMICO ESTRUCTURAL

NIKITA CÉSPEDES-REYNAGA, PATRICIA LENGUA-LAFOSSÉ, CARLOS ROJAS Y JESÚS RODRIGUEZ

Los autores explican las mejoras introducidas en el cálculo del Resultado Económico Estructural con la finalidad que éste incorpore las principales características de los determinantes de las cuentas fiscales en el Perú.

37 EXPORTACIONES PERUANAS BAJO UN ENFOQUE PRIMARIO Y NO PRIMARIO

OMAR GHURRA

El autor ensaya complementar el análisis clásico de las exportaciones presentando una clasificación sectorial de las mismas

41 RESEÑA DEL TOMO V DEL COMPENDIO DE HISTORIA ECONÓMICA DEL PERÚ

GONZALO PASTOR

Tras revisar las políticas económicas entre los años 1930-1980 que se analizan en el Tomo 5 del Compendio de Historia Económica del Perú, el autor señala las líneas de investigación que le sugiere dicha lectura.

45 EL ARTE DEL KENÉ DE LA CERÁMICA DEL PUEBLO SHIPIBO-KONIBO

LUISA ELVIRA BELAÜNDE

Desde hace varias décadas la cerámica hecha por las mujeres shipibo-konibo, habitantes de las riberas del río Ucayali, ha atraído la atención de investigadores internacionales debido a sus cualidades excepcionales.

Costos de reducir la inflación y la credibilidad de la POLÍTICA MONETARIA

ALEX CARRASCO*

Bajo un esquema de Metas Explícitas de Inflación, la credibilidad del banco central es fundamental para la efectividad de la política monetaria. Así, mientras más creíble sea el banco central será más sencillo cumplir con su compromiso: la estabilidad monetaria¹. En este artículo, usando el Modelo de Proyección Trimestral, se discute la relación entre la efectividad y la credibilidad de la política monetaria.



* Especialista en Modelos Macroeconómicos del BCRP.
alex.carrasco@bcrp.gob.pe

¹ Según el Art. 84 de la Constitución Política del Perú, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tiene como mandato único la estabilidad de precios.

Los objetivos de la política monetaria difieren entre países, algunos implementan un mandato único y, otros, un mandato doble. Los primeros tienen como finalidad la estabilidad de precios, como en el caso del Perú, mientras que los otros, además de lo anterior, deben asegurar un nivel adecuado de empleo (o algún otro indicador de actividad real). Estos objetivos se establecen en términos de estabilización de precios y/o producción debido a que la volatilidad de estas variables macroeconómicas afectan negativamente el bienestar de las personas (Woodford, 2001).

Asimismo, existe consenso en el hecho de que la estabilidad de precios –entorno de inflación baja y estable– provee beneficios sustanciales a las economías. En particular, un entorno así permite que las familias y las empresas tomen mejores decisiones por la menor incertidumbre sobre su poder adquisitivo y sobre los precios relativos; además, permite una mejor asignación de los recursos productivos. La estabilidad de precios también previene una sobreinversión en el sector financiero y disminuye las distorsiones generadas por la interacción del sistema tributario y la inflación. Todo esto sugiere que entornos de inflación baja y estable incrementan la eficacia de los recursos productivos empleados en la economía y, por ende, el bienestar de la población.

En línea con lo anterior, el BCRP adoptó un esquema de metas explícitas de inflación (MEI) con un rango meta de 1 a 3 por ciento². Dentro de este esquema, la credibilidad y reputación del banco central contribuye a que las expectativas, y por tanto, la inflación se encuentren dentro del rango meta. Así, mientras más creíble sea el banco central será más sencillo guiar la inflación hacia la meta y cumplir con su compromiso, lo que a su vez refuerza su credibilidad.

De esta forma, si la inflación se ubica por encima del rango meta, el banco central actuaría preventivamente para reducir la tasa de inflación elevando su tasa de interés, proceso conocido como desinflación. Cuanto más oportuna sea el alza de la tasa de referencia, menor es el desvío de la inflación esperada, y por tanto, menor el costo en términos de crecimiento que requiere la estabilización de la inflación en el corto plazo. En este contexto, una buena medida de este costo es el ratio de sacrificio (RS) que se define como la

“...mientras más creíble sea el Banco Central, será más sencillo cumplir su compromiso de estabilidad monetaria”

desviación anual acumulada del PBI respecto de su tendencia (en puntos porcentuales) por cada punto de reducción de inflación³.

MEDICIÓN DEL RATIO DE SACRIFICIO

En los modelos estándar, el ratio de sacrificio es una función de parámetros estructurales del modelo, es decir, de parámetros no influenciados por acciones de política monetaria. No obstante, diversos autores vinculan este RS a la credibilidad del banco central (Hu y Lansing, 2000; Ascari y Ropele, 2012; Gibbs y Kulish, 2015). Así, el RS es más bajo mientras más creíble sea el compromiso del banco central con la reducción de la inflación. A su vez, un bajo RS facilita la labor de estabilización de precios, ya que se puede lograr centrar la inflación en su nivel meta con menor volatilidad del producto.

Usando el Modelo de Proyección Trimestral (MPT) (Winkelried, 2013) se realiza un ejercicio de simulación para obtener una medida del ratio de sacrificio de la economía peruana bajo distintos grados de credibilidad de la política monetaria⁴. El ejercicio consiste en ver los efectos sobre crecimiento del PBI e inflación ante la reacción del banco central en un escenario donde la inflación se ubica por encima de la meta.

El Gráfico 1 muestra los resultados de este ejercicio. En primer lugar, se observa que el ratio de sacrificio es creciente mientras menor sea la cre-

² Este rango meta entró en vigencia en enero de 2007. La adopción de MEI por parte del BCRP se dio en 2002, inicialmente con un rango de 1,5 a 3,5 por ciento.

³ El ratio de sacrificio para el trimestre “t” se obtiene mediante,

$$RS_t = \frac{\sum_{\tau=0}^t (\Delta\%PBI_{\tau} - \Delta\%POT)}{\pi_t - \pi_0}$$

⁴ Las expectativas de inflación de los agentes viene determinada, principalmente, por un promedio ponderado de expectativas racionales (Muth, 1961) y adaptativas,

$$(1 - c_p)E_t\pi_{t+1} + c_p\pi_{t-1}$$

De esta forma, el parámetro que define el grado de credibilidad del banco central es c_p , ya que, en un contexto de menor credibilidad, las expectativas de inflación se mantienen más atadas a la inflación pasada que a las expectativas racionales.

dibilidad de la autoridad monetaria en el cumplimiento de su objetivo. Ello ocurre porque cuanto menor sea la credibilidad del banco central mayor y más persistente es el desvío de la inflación, y por tanto se requieren mayores elevaciones de la tasa de interés de la política monetaria. En largo plazo no hay costos en términos de producción lo que es consistente con la neutralidad del dinero en dicho horizonte⁵.

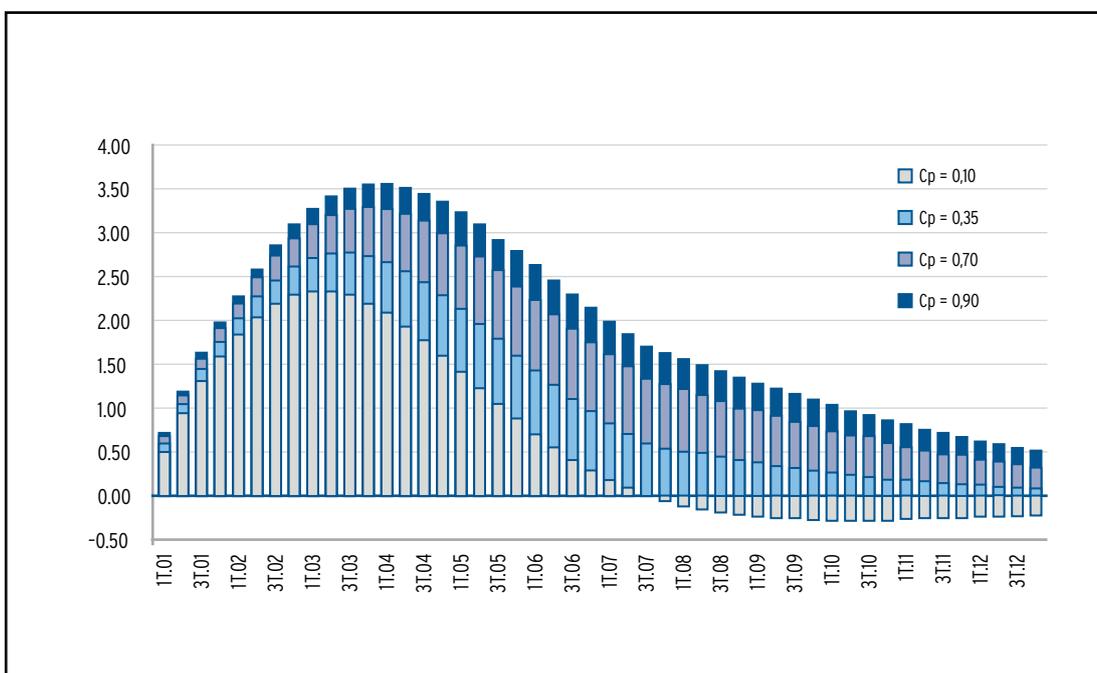
En la misma figura se observa que el ratio de sacrificio para la economía peruana puede llegar a situarse, como máximo, en un rango de 2 y 3,5 por ciento en 12 trimestres. ¿Cómo interpretar este número? Tomando en cuenta que se ha simulado la respuesta de la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PBI, los cálculos implican que el costo de reducir la inflación en 1 por ciento es un crecimiento promedio del PBI menor entre 0,17 y 0,30 por ciento por año respecto al potencial para los primeros cuatro años. Es decir, si la inflación está por encima de su meta y el banco central no reacciona a estos desvíos, la pérdida de credibilidad duplicaría el costo de guiar a la inflación a su nivel meta en el futuro.

La desviación anual acumulada del crecimiento del PBI respecto a su potencial es cero para un horizonte suficientemente amplio. Al comenzar el episodio de desinflación existe una pérdida de

“ El ratio de sacrificio es creciente mientras menor sea la credibilidad de la autoridad monetaria. ”

crecimiento del PBI, la cual es mayor a medida que se pierde credibilidad, que dura aproximadamente cuatro años; sin embargo, a partir de ese momento el crecimiento del PBI es mayor al crecimiento potencial de tal forma que la pérdida en crecimiento del PBI a largo plazo es cero (ver Gráfico 2).

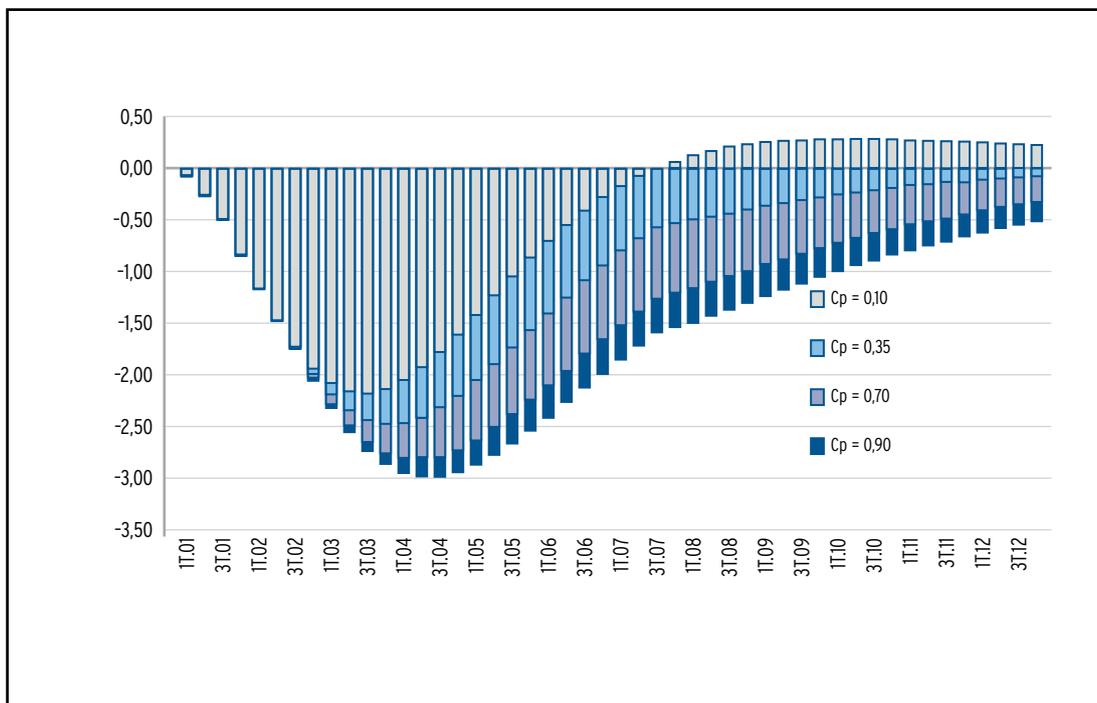
GRÁFICO 1 ■ Ratio de sacrificio*



* EL PARÁMETRO c_p MIDE LA CREDIBILIDAD DEL BANCO CENTRAL EN ESTE EJERCICIO; NIVELES MÁS BAJOS DE ESTE PARÁMETRO INDICAN LA MAYOR CREDIBILIDAD DEL BANCO CENTRAL.

⁵ Ello implicaría que no existe relación entre la política monetaria y el crecimiento económico real en el largo plazo. La evidencia muestra que esto se cumple para un régimen de baja inflación -menor al 13 por ciento (Carrera y Ramírez-Rondán, 2013). Véase también Rossini, 2001.

GRÁFICO 2 ■ Pérdida acumulada de crecimiento*



* EL PARÁMETRO c_p MIDE LA CREDIBILIDAD DEL BANCO CENTRAL EN ESTE EJERCICIO; NIVELES MÁS BAJOS DE ESTE PARÁMETRO INDICAN LA MAYOR CREDIBILIDAD DEL BANCO CENTRAL.

CONCLUSIÓN

De acuerdo con el MPT, el costo de reducir la inflación en 1 por ciento en el Perú sería la obtención de un crecimiento promedio del PBI menor al potencial (entre 0,17 y 0,30 por ciento por año para los primeros cuatro años). Por tanto, si la inflación está por encima de su meta y el banco central no reacciona a estos

desvíos, la pérdida de credibilidad duplicaría el costo de guiar a la inflación a su nivel meta en el futuro. Este costo se mantendrá relativamente bajo gracias a las acciones de política de ajuste oportunas llevadas a cabo por el BCRP, que han permitido mantener la inflación en el rango meta la mayor parte de meses desde que se adoptó este esquema.

BIBLIOGRAFÍA

- **Ascari, G. y Ropele, T. (2012).** "Disinflation in a DSGE Perspective: Sacrifice Ratio or Welfare Gain Ratio?" *Journal of Economic Dynamics and Control*, Elsevier, vol. 36(2), pp. 169-182.
- **Carrera, C. y Ramírez-Rondán, N. (2013).** "Is Inflation Harmful to Long-Run Economic Growth? A Nonlinear Assessment". Banco Central de Reserva del Perú, mimeo.
- **Fuhrer, J. (1994).** "Optimal Monetary Policy and the Sacrifice Ratio". *Research Conference Series*. Federal Reserve Bank of Boston, vol. 38, pp. 43-84.
- **Gibbs, C. y Kulish, M. (2015).** "Disinflation in a Model of Imperfectly Anchored Expectations". *CAMA Working Papers 2015-36*, Centre for Applied Macroeconomic Analysis, Crawford School of Public Policy. The Australian National University.
- **Huh, C. y Lansing, K. (2000).** "Expectations, Credibility, and Disinflation in a Small Macroeconomic Model". *Journal of Economics and Business*, Elsevier, vol. 52(1-2), pp. 51-86.
- **McCallum, B. (2004).** "Long-Run Monetary Neutrality and Contemporary Policy Analysis". *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, vol. 22(S1), pp. 15-28, diciembre.
- **Mishkin, F. (2000).** "What Should Central Banks Do?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 82, #6, pp. 1-13.
- **Muth, J. (1961).** "Rational Expectations and the Theory of Price Movements". *Econometrica*, Vol. 29, No. 3 (Jul. 1961), pp. 315-335.
- **Rossini, R. (2001).** "Aspectos de la adopción de un régimen de metas explícitas de inflación en el Perú". *Revista Estudios Económicos* N° 7, pp. 7-19.
- **Winkelried, D. (2013).** "Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y novedades". *Revista Estudios Económicos* N° 26, pp. 9-60.
- **Woodford, M. (2001).** "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy". *American Economic Review* Vol. 91, No. 2, *Papers and Proceedings of the Hundred Thirteenth Annual Meeting of the American Economic Association* (mayo, 2001), pp. 232-237.

T ransmisión de la política monetaria de Estados Unidos sobre AMÉRICA LATINA

MARCO VEGA* Y JAIRO FLORES**

En este artículo, se explica cómo las expectativas de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos, generadas entre 2013 y 2015, influyeron significativamente en la evolución de los mercados emergentes, en especial, sobre los de Latinoamérica.



* Subgerente de Investigación Económica del BCRP.
marco.vega@bcrp.gob.pe



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

Entre los años 2013 y 2015, las expectativas en torno a la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos afectaron significativamente a las economías emergentes, en particular, a las de América Latina. En primer lugar, las economías de la región se vieron afectadas por las expectativas de reducción (ver Gráfico 1) y la reducción efectiva del programa de compra de activos de la Fed (QE) como señalan Eichengreen y Gupta (2015). En segundo lugar, la región también sobrellevó la elevada incertidumbre en los mercados financieros respecto al momento en que la Fed iniciaría el ajuste de sus tasas. Finalmente, en diciembre de 2015 la Fed decidió elevar las tasas por primera vez en casi diez años.

Al mismo tiempo, esta normalización de la política monetaria de EEUU ocurre en una época donde las economías de América Latina se encuentran más integradas, comercial y financieramente, entre sí y con el resto del mundo en comparación a décadas pasadas. En este contexto, una pregunta importante que preocupa tanto a los agentes económicos como a las autoridades encargadas de las políticas económicas en la región es: ¿Cómo reaccionarán las principales variables económicas de los países de América Latina ante este choque de política monetaria de la Fed?

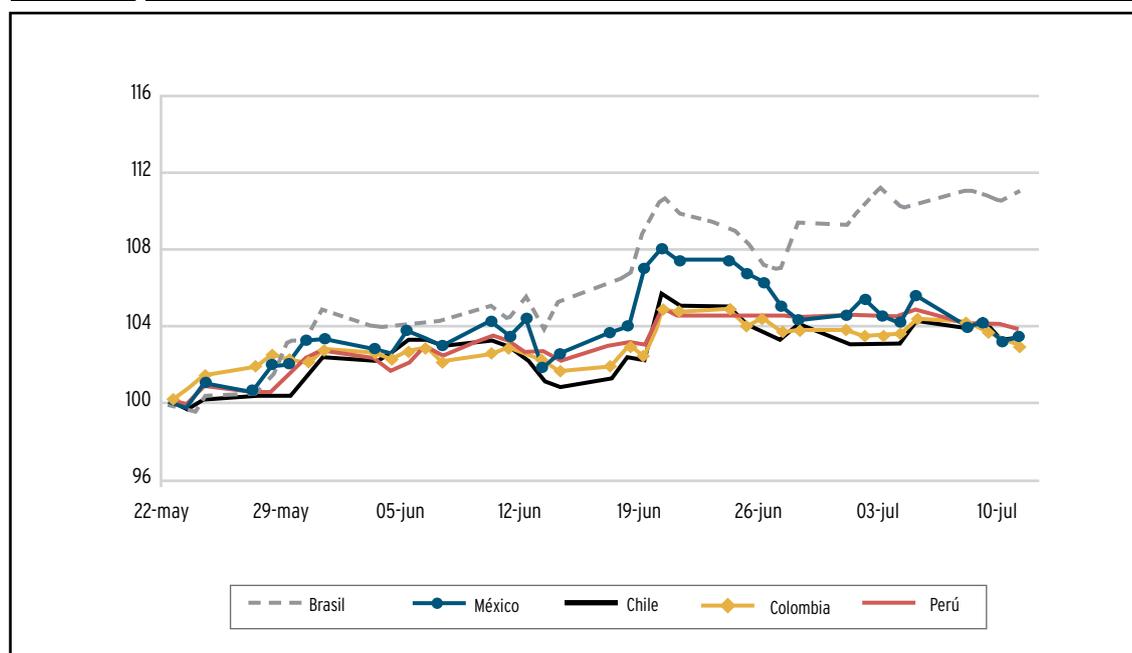
En Flores (2016) se presenta una aproximación de la respuesta a esta pregunta a través del análisis de un sistema de varios países que reúne a las economías más grandes de la región con régimen de metas explícitas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) y sus princi-

pales socios comerciales (Estados Unidos, China, Alemania, Francia, Japón y Canadá). El enfoque empleado permite tomar en cuenta la relación a nivel nacional e internacional de las economías de América Latina con el resto del mundo a través de sus vínculos comerciales. La incorporación de esta última característica resulta particularmente relevante debido a que los flujos comerciales son fuentes históricamente importantes de transmisión de choques externos hacia la región, Caporale (2012).

En particular, el estudio incorpora indicadores que resumen el estado de la economía de cada país e incluye, para cada uno de ellos, variables extranjeras que sirven como aproximaciones de los factores externos. Además, dado que la tasa de política de la Fed se encuentra cercana al límite inferior cero desde la crisis financiera de 2008, se emplea una medida alternativa construida en Wu y Xia (2016) conocida como la tasa Fed sombra (ver Gráfico 2). Estos autores muestran que esta tasa de interés sombra resume de una manera coherente la política monetaria no convencional que la Fed aplicó luego de la crisis, en su intento por estimular la demanda agregada.

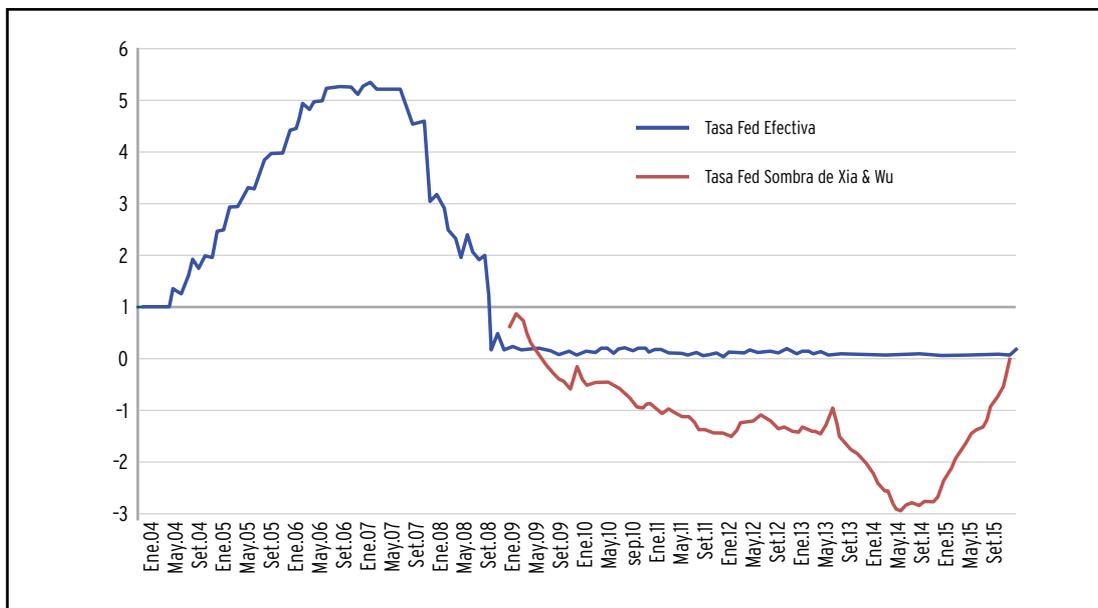
Con datos entre los años 2003-2014, se encontró que un choque de política monetaria contractivo en Estados Unidos es seguido de efectos contractivos significativos y persistentes sobre las principales variables económicas de la región. En otras palabras, un incremento en la tasa de política de la Fed ocasiona que la actividad económica y los precios de la región experimenten una reducción, mientras que las tasas de interés registran un ligero aumento. Entonces, ¿cuáles serían los canales de transmisión de estos efectos?

GRÁFICO 1 ■ Monedas de América Latina
(UM por US\$ - Índice 22-mayo = 100)



FUENTE: BLOOMBERG.

GRÁFICO 2 ■ Tasa Fed efectiva y Tasa Fed sombra de Xia & Wu (En porcentaje)



FUENTE: RESERVA FEDERAL Y WU & XIA (2016).

Por un lado, el canal comercial se manifiesta a través de la reducción de las exportaciones de la región hacia Estados Unidos debido a la menor demanda de las familias estadounidenses por el efecto contractivo del alza de tasas de interés. Aunque este efecto es básicamente más notorio en México. Además, el menor consumo de las familias en Estados Unidos ocasiona una disminución del precio del petróleo, lo que afecta a los países de la región, donde las exportaciones del crudo representan una importante fuente de ingresos fiscales. Ambos efectos presionan a la baja tanto a la actividad económica como a los precios en la región. En este sentido, los países más afectados mediante este canal serían México y Colombia.

Por otro lado, el canal financiero está asociado a la salida de capitales de América Latina hacia Estados Unidos en busca de mayores retornos. Esto se refleja en una reducción de recursos disponibles para la asignación de créditos, lo que desincentiva la inversión y disminuye el producto. La salida de capitales además ocasiona presiones depreciatorias que incrementan los precios en el corto plazo pero, finalmente, estos disminuyen debido a las presiones negativas de demanda. Un efecto financiero importante derivado de un aumento de tasas de interés de Estados Unidos es que los precios de materias primas como el oro y el cobre podrían reducirse ante un cambio de portafolio de activos desde materias primas hacia activos denominados en dólares, lo que repercutiría en un mayor efecto negativo en las economías de la región.

CONCLUSIÓN

En vista de estos resultados, se puede concluir que a pesar de varios años de estabilidad

macroeconómica, las economías de la región mantienen una significativa dependencia al desempeño económico de Estados Unidos. En un contexto de normalización de la política monetaria en la economía norteamericana, las autoridades económicas de la región deben mantenerse alertas sobre el impacto de este proceso sobre el sector financiero y real estadounidense y su transmisión hacia las economías de América Latina.

Sin embargo, dado que existe heterogeneidad entre los países de la región en términos de persistencia y de amplitud de sus respuestas frente a choques, todavía hay margen para diferenciarse. Mientras los rendimientos en los países desarrollados se mantengan bajos, la inversión en países emergentes de América Latina seguirá siendo rentable pero cada vez en menor medida, por lo que las políticas económicas domésticas que busquen la diferenciación respecto a países pares cobrarán mayor relevancia.

REFERENCIAS

- Caporale, G. M. y Girardi, A. (2012). "Business Cycles, International Trade and Capital Flows: Evidence from Latin America". Discussion Papers of DIW Berlin 1254, DIW Berlin, German Institute for Economic Research.
- Eichengreen, B. & Gupta, P. (2015). "Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets," *Emerging Markets Review*, Elsevier, vol. 25(C), 1-15.
- Flores, J. (2015). "Transmisión de Choques de Política Monetaria de Estados Unidos sobre América Latina: Un Enfoque GVAR," Working Papers, Banco Central de Reserva del Perú, No. 2015-018.
- Wu, J. C. y Xia, F. D. (2016). "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound". *Journal of Money, Credit, and Banking*, 48(2-3), 253-291.

Midiendo la expectativa de cambios en la tasa de referencia: El caso de ESTADOS UNIDOS

NICOLE CARBONE*, MARCO SALAZAR**
Y GONZALO CHAVEZ***

En diciembre de 2015 la Reserva Federal de Estados Unidos (FED por sus siglas en inglés) incrementó el rango de su tasa de política monetaria en 0,25 puntos porcentuales, dando inicio al ciclo de subida de tasas de interés. En ese contexto, existen instrumentos en el mercado financiero que reflejan las expectativas sobre cuál creen que será el nivel aproximado de la tasa de referencia en diferentes plazos futuros.



* Especialista en Gestión de Portafolios de Inversión del BCRP.
nicole.carbone@bcrp.gob.pe



** Especialista en Gestión de Portafolios de Inversión del BCRP.
marco.salazar@bcrp.gob.pe



*** CFA, Especialista en Gestión de Portafolios de Inversión del BCRP.
gonzalo.chavez@bcrp.gob.pe

Estos instrumentos financieros que se explican a continuación, permiten conocer qué probabilidad le están asignando los inversionistas a un cambio de la tasa de interés y en qué fecha creen que se dará dicho cambio. Entre los principales instrumentos se encuentran los contratos futuros sobre la tasa efectiva de los fondos federales, los *swaps* de tasa de interés a un día (OIS por sus siglas en inglés) y la curva cupón cero derivada de bonos de tesorería americana.

A. FUTUROS SOBRE LA FED FUND RATE:

Son contratos utilizados por los inversionistas como cobertura o con fines especulativos sobre el movimiento de esta tasa. Tienen un vencimiento de 30 días y cotizan a descuento sobre par. En el caso de estos contratos, la tasa implícita¹ en el precio es igual al promedio simple de la *fed fund rate* durante el mes del contrato. Por tanto, de darse un cambio en la política monetaria durante el mes del contrato, este debería afectar al promedio y por ende al precio del contrato futuro. Cuando los inversionistas establecen un precio para el contrato, efectivamente están tomando una apuesta sobre el nivel de la *fed fund rate* durante ese periodo. Por ello, se puede extraer las expectativas de los inversionistas sobre la *fed fund rate* a diferentes puntos en el futuro analizando el precio de dichos contratos futuros a diferentes vencimientos, tomando como supuesto que no existe una prima por riesgo en el contrato.

A partir de la tasa implícita en los futuros sobre *fed fund* se puede deducir la probabilidad de que se de un cambio en la política monetaria en un mes determinado. En cada reunión existen tres escenarios posibles: una subida de tasas de interés, que la tasa se mantenga igual o que haya una reducción en la tasa de interés. Sin embargo; dado que existe certeza sobre la dirección de la tasa de interés de referencia, tradicionalmente se estima una probabilidad binaria de que la tasa cambie o no. Además, estas probabilidades son independientes para cada reunión. Esta probabilidad puede ser estimada utilizando la Ecuación 1:

eventos domésticos e internacionales. Por ejemplo, luego de la publicación de las Minutas de la reunión del 28 de octubre del Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal (FOMC por sus siglas en inglés) la expectativa de una subida de tasas en la reunión de diciembre se incrementó de 33 por ciento a 50 por ciento. Al mes siguiente, en noviembre, aumentó a 70 por ciento luego de la publicación de datos sólidos de empleo de octubre. De igual forma, se puede observar que la probabilidad que el mercado asignó a una subida de tasas de interés en la reunión de marzo de 2016 es de 12 por ciento a diferencia del 50 por ciento asignada inmediatamente después de la subida de diciembre.

Una vez que se tienen estimadas las probabilidades de cambio en la política monetaria a diferentes plazos, se puede definir la fecha de cambio identificando la reunión donde la probabilidad implícita es mayor a 50 por ciento. Como se observa en el Gráfico 2, una caída en el PBI del primer trimestre, el desplome en el precio del petróleo y la devaluación del yuan en setiembre llevaron a que en octubre el mercado estuviera esperando la primera subida para marzo de 2016. Finalmente, a fines de octubre, miembros del FOMC fueron enfáticos en anunciar una subida de tasas en diciembre y por ello a inicios de dicho mes de 2015, el mercado estaba indicando una probabilidad de 74 por ciento de subida de tasas en ese mismo mes. Después de la subida en diciembre de 2015, en marzo de este año el mercado está indicando una subida adicional para diciembre 2016 con 54 por ciento de probabilidad.

Limitaciones:

Los futuros sobre la *fed fund rate* son instrumentos intensamente utilizados por los participantes del mercado para estimar las probabilidades, sobre todo por la facilidad de calcular la tasa implícita en el precio, a diferencia de otros instrumentos que requieren mayores cálculos. No obstante, existen ciertas limitaciones en la información que puedan proporcionar y deben ser tomadas en cuenta.

Ecuación 1

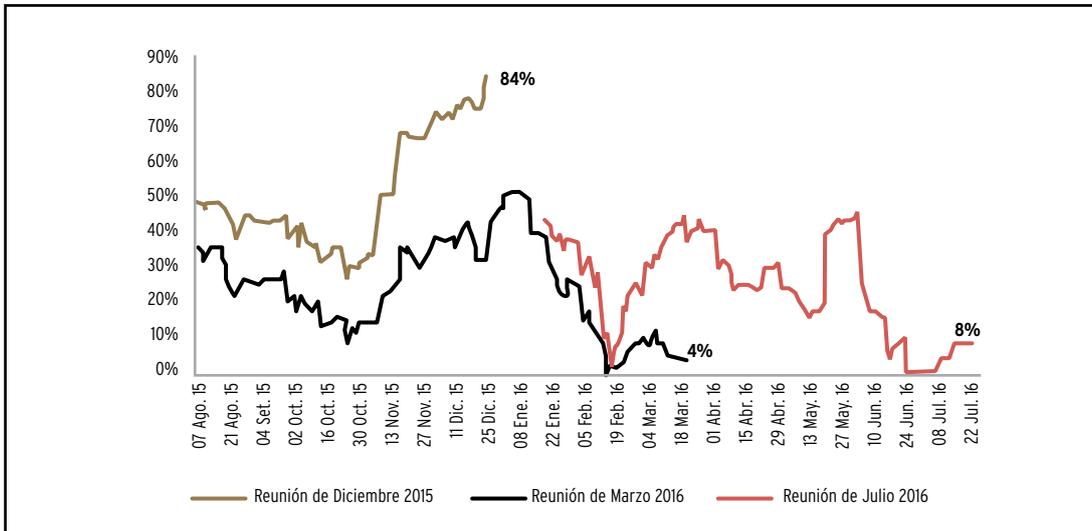
$$prob = \frac{\text{Tasa de interés derivada del contrato futuro} - \text{tasa objetivo de política monetaria actual}}{\text{Tasa de interés después de la subida de tasas} - \text{tasa objetivo de política monetaria actual}}$$

En el Gráfico 1, se presenta la probabilidad que se tenía de una subida del rango de la tasa de interés en Estados Unidos en las reuniones de diciembre de 2015 y marzo de 2016. Como se puede observar, la probabilidad de un cambio en la política monetaria cambia a lo largo del tiempo afectada por diferentes

En principio, de acuerdo a un estudio realizado por Robertson y Thornton (1997) para la Reserva Federal de St. Louis, la tasa derivada de los futuros sobre la *fed fund rate* es un estimador sesgado al alza del promedio de las tasas efectivas para el mes del contrato. Este comportamiento, explican los auto-

¹ La tasa de rendimiento implícita en el contrato se obtiene restando el precio del futuro de 100.

GRÁFICO 1 ■ Probabilidades implícitas *Fed Fund Futures*



FUENTE: CME, ELABORACIÓN PROPIA.

res, se debe a la prima de cobertura presente en el mercado de futuros cuando los bancos de inversión que están usando el instrumento para cubrirse ante la posibilidad de un aumento en el mercado *spot* de la tasa *fed fund* (donde captan fondos) dominan a los participantes que esperan que el promedio de la *fed fund rate spot* se mantenga.

Además, otro tema a tomar en cuenta es la probabilidad de que la subida sea de 25 puntos básicos. Sobre este tema, Geraty (2000) ofrece un ajuste a la fórmula de estimación de la probabilidad que incorpora la probabilidad de que el cambio en la tasa de referencia sea de 50 puntos básicos en lugar de 25 puntos básicos como se muestra en la Ecuación 2 que nos indica que actualmente la tasa implícita en los contratos futuros está incorporando una probabilidad de subida de 25 puntos básicos y el resto de la probabilidad es que la subida sea de 50 puntos básicos.

“ A partir de la tasa implícita en los futuros sobre la *Fed Fund* se puede estimar la probabilidad de un cambio de la política monetaria ”

Ecuación 2

$$P(25) * (tasa\ objetivo\ actual + 25pb) + [1 - P(25)] * (tasa\ objetivo\ actual + 50pb) = tasa\ implícita\ en\ el\ contrato\ futuro$$

B. OVERNIGHT INDEXED SWAP (OIS)

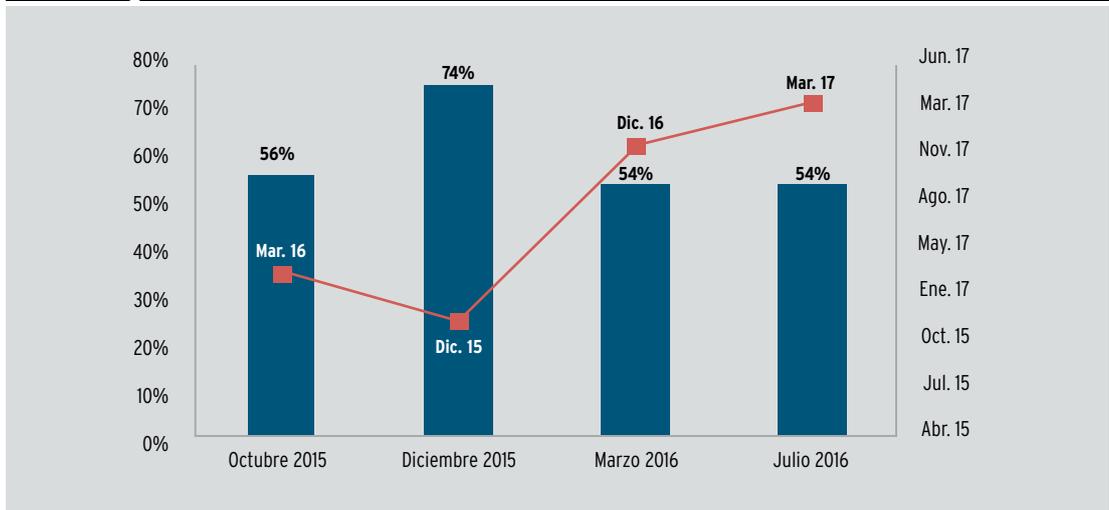
Es un contrato en el cual dos contrapartes intercambian pagos de interés de tasa fija por pagos de interés de tasa variable sobre un principal determinado al inicio del contrato por un número de periodos como se muestra en la Ecuación 3. En este tipo de contratos, la tasa flotante en cada fecha de pago, es el promedio geométrico de la *fed fund rate* durante el periodo.

Por su parte, la tasa fija se establece al inicio del contrato en un nivel tal que el valor de la tasa flotante iguale al valor de la tasa fija y por tanto entrar en el

swap no tenga costo. Así la tasa fija a determinado plazo refleja expectativas de la tasa flotante durante ese mismo plazo. En Estados Unidos, la OIS es particularmente útil, la *fed fund rate* es una tasa diaria y una *proxy* adecuada de la tasa objetivo de la Reserva Federal. En cambio, en otras regiones como la eurozona, se utiliza la EONIA como tasa flotante pero la tasa objetivo del Banco Central Europeo es una tasa a 7 días por lo que se tiene que hacer el supuesto de que constituye una buena *proxy*.

Actualmente existen contratos OIS a diferentes

GRÁFICO 2 ■ Probabilidad y fecha de subida de tasa de interés



FUENTE: BLOOMBERG

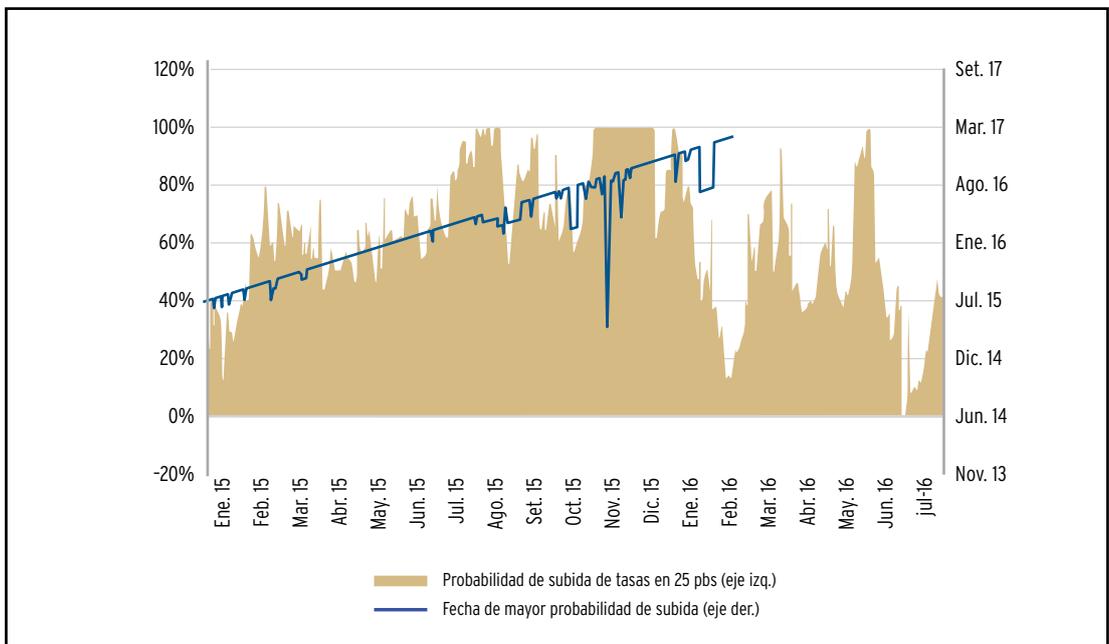
plazos desde 1 semana hasta más de 10 años. Esta es su principal ventaja con respecto a los futuros sobre la *fed fund rate* que son contratos mensuales y solo cuentan con liquidez significativa hasta un plazo de 2 años. A partir de la curva *spot* se pueden calcular las tasas *forward* de la *fed fund rate* que previenen el arbitraje. Es decir, el promedio de la *fed fund rate* en diferentes puntos en el futuro.

Si no hubiera incertidumbre respecto a la trayectoria de las tasas de interés en el futuro, las tasas *forward* serían iguales a las tasas futuras esperadas para prevenir el arbitraje. Sin embargo, las tasas de interés futuras no son conocidas de antemano por lo que los inversionistas adversos al riesgo exigen

una prima por riesgo que se va incrementando a medida que el plazo del *swap* aumenta (Joyce, Relleen y Sorencen 2008). No obstante, si se toma el supuesto de que dicha prima por riesgo es nula, entonces las tasas *forward* se pueden utilizar para calcular la probabilidad de un cambio en la tasa objetivo de la reserva federal utilizando la fórmula de la ecuación 1.

En el Gráfico 3 se puede apreciar la probabilidad máxima de una subida de tasa en un horizonte de 6 meses calculada para los meses de enero de 2015 a abril de 2016. Además, la línea azul representa el mes en el cual el mercado espera la subida con una probabilidad de 100 por ciento. Por ejemplo, en

GRÁFICO 3 ■ Probabilidades Implícitas Overnight Index Swap



FUENTE: BLOOMBERG

febrero de 2016, la curva OIS nos muestra que el mercado asigna una probabilidad de 40 por ciento a una subida de 25 puntos básicos a la tasa de referencia y el mercado espera que la subida sea entre setiembre y noviembre.

Limitaciones:

La OIS tiene bajo riesgo de crédito y de contraparte por lo cual suele seguir a la tasa de referencia, sin embargo el diferencial de estas tasas no es estable y varía dependiendo de las condiciones del mercado. La liquidez de los instrumentos suele ser alta, especialmente en los plazos hasta dos años.

C. LOS BONOS DE GOBIERNO

La curva del Tesoro Americano también puede utilizarse para predecir movimientos de tasas de referencia ya que al ser emitidos por el gobierno, su riesgo de crédito es bajo. El proceso para calcular las probabilidades de subida de tasa es similar a los de la OIS. En primer lugar, es necesario calcular la curva cupón cero y posteriormente calcular las tasas *forward*. Sin embargo, no existen muchos papeles menores a un año como para poder predecir con detalle los movimientos en el corto plazo, y en el caso de que existan, su liquidez sería baja por lo que no reflejan adecuadamente las expectativas del mercado sobre la tasa de interés.

Perspectiva histórica:

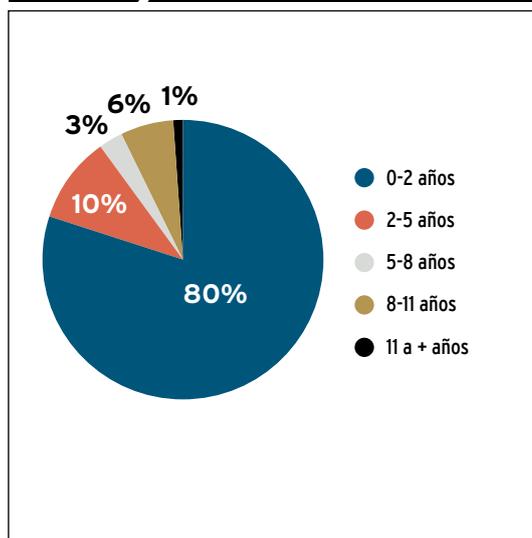
Los futuros sobre *fed fund rate* actualmente son el tercer tipo de contratos más negociados en la Cámara de Liquidación de Chicago después de los futuros eurodólares y los futuros sobre bonos de tesorería con un interés abierto de 769,772. Este interés abierto se ha incrementado en 100 por ciento² desde el inicio de 2015 reflejando el valor que tienen como instrumentos de cobertura y especulación sobre los cambios de política monetaria.

Por su parte, el mercado de OIS no es tan líquido como el mercado de *swap* sobre la tasa LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), durante el periodo de tasas de interés cercanas a 0 por ciento. Sin embargo, desde que la FED comenzó a hablar sobre la posibilidad de subida de tasas el mercado ha ido creciendo significativamente. Este crecimiento se ha dado principalmente en los plazos de 0 a 2 años como se puede apreciar en el Gráfico 4, donde se usan como cobertura y especulación sobre movimientos en las tasas de referencia de los diferentes bancos centrales.

CONCLUSIONES:

El inicio del ciclo de política monetaria contractiva de la Reserva Federal de Estados Unidos ha generado el incremento en el uso de instrumen-

GRÁFICO 4 ■ Tamaño del mercado de OIS por plazo



FUENTE: CME.

tos del mercado financiero que permiten extraer las expectativas del mercado sobre cuando creen que se van a dar los cambios de política monetaria. Entre los principales instrumentos utilizados se encuentran los futuros sobre la tasa *fed fund*, el *overnight index swap* y la curva *spot* de los bonos de gobierno americano. El uso de los dos primeros es recomendable sobre la curva *spot* de bonos de gobierno ya que este se ve afectado por la liquidez en los precios de los papeles además de las expectativas de tasa. Con respecto a las diferencias entre los futuros sobre la *fed fund rate* y la tasa OIS, estos reportan información similar; sin embargo, la OIS permite obtener expectativas de tasas de interés más allá de un horizonte de dos años. Lo cierto es que estos instrumentos van a continuar siendo instrumentos útiles durante el ciclo de subida de tasas de interés de los Estados Unidos.

BIBLIOGRAFÍA

- CME (Chicago Mercantile Exchange), (2016). CME Exchange Volume Report Monthly, enero.
- Geraty, M., (2000). "How to Calculate the Odds of a Change in the Fed Funds Rate," Bianco Research, L.L.C., enero.
- Joyce, M., Relleen, J. y Sorensen, S. (2008). Measuring Monetary Policy Expectations from Financial Market Instruments. Working Paper Series No 978. European Central Bank.
- Robertson, J. and Thornton, D. (1997). "Using Federal Funds Futures Rates to Predict Federal Reserve Actions," Federal Reserve Bank of St. Louis, noviembre/diciembre.

² CME 2016.

Evolución y determinantes del acceso de los hogares al SISTEMA FINANCIERO

AUGUSTA ALFAGEME*

La mejora en la educación y en el nivel de ingreso permitirá aumentar el acceso a los servicios financieros y cerrar las brechas entre hogares. Sin embargo, a pesar de los beneficios que brinda el acceso al sistema financiero, existen sectores sin bancarizar en los quintiles de más altos ingresos y en los hogares con mayor educación y capacidad de ahorro.



* Consultora en temas sociales.
malfageme@hotmail.com

La literatura económica ha destacado los múltiples beneficios que genera el acceso de un mayor porcentaje de la población a los servicios financieros, tanto por sus efectos directos en el bienestar (Demirguc-Kunt, et.al, 2015)¹ como por su alcance macroeconómico. Al respecto, existe abundante evidencia sobre sus vínculos con el crecimiento económico (Levine 2015)² y sus efectos positivos en la estabilidad monetaria y financiera (Mehrotra y Yetman, 2015)³.

MIDIENDO EL ACCESO AL SISTEMA FINANCIERO A PARTIR DE LAS ENCUESTAS DE HOGARES

La expansión de la oferta de servicios financieros y el desarrollo de nuevos productos financieros han facilitado un mayor uso y acceso a los servicios financieros, como refleja el aumento del número de cuentas de depósitos y de débito entre 2009 y 2014 (92,1 y 45,3 por ciento, respectivamente) y del porcentaje de deudores adultos en el sistema financiero (respectivamente 27,0 y 36,1 por ciento en ese periodo) (SBS, 2014).

Si bien esta situación debería reflejarse en la dinámica de la demanda, no se cuenta, todavía, con información periódica sobre las características socioeconómicas de los hogares que utilizan servicios financieros.⁴ Para llenar este vacío se propone una metodología que ayude a conocer su evolución a través de las encuestas de hogares aplicadas en el Perú entre 2005 y 2014 (ENAHO) y analizar sus determinantes.

Tomando de base el concepto de bancarización como “la tenencia de productos financieros formales” se ha clasificado a los hogares en dos grupos de acuerdo a los criterios del Cuadro 1. Se analiza el hogar porque parte de las variables seleccionadas se recogen a este nivel.

- **Grupo 1:** aquellos hogares que utilizan productos financieros por iniciativa propia.
- **Grupo 2:** Grupo 1 + los hogares beneficiarios de los programas de transferencias monetarias condicionadas (Juntos, Pensión 65, Beca 18)⁵.

a) Evolución del nivel de uso de servicios financieros (o bancarización) 2005-2014

Los hogares que usaron servicios financieros por iniciativa propia (Grupo 1), entre 2005–2014, aumentaron de 1,3 a 2,4 millones (84,7 por ciento). En el Grupo 2 su número se expandió de 1,4 millones en 2005 a 3,5 millones en 2014 (159 por ciento).

En ese contexto, la tasa de bancarización del Grupo 1 creció desde 20,0 por ciento en 2005 a 29,4 por ciento en 2014 (9,4 puntos porcentuales) y la del Grupo 2 ascendió a 42,8 por ciento en 2014 (22 puntos porcentuales respecto a 2005).

b) Caracterización socioeconómica de los hogares que usan productos financieros

La organización de la información permite distinguir distintos niveles de bancarización, en ambos grupos, según quintiles de ingreso, posibilidad de ahorro, pobreza y nivel educativo.

En el Grupo 1 los bajos ingresos repercuten en el

CUADRO 1 Metodología para estimar el nivel de uso de los servicios financieros por los hogares (En miles)

	Grupo 1*										Var. % 2014/2005
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Total neto	1 305	1 455	1 847	2 046	2 233	2 350	2 303	2 495	2 410	2 411	85
Recibe CTS	396	543	670	702	857	862	787	755	800	848	14
Remesas en bancos, Pensionistas	810	834	852	878	847	888	922	999	995	1 002	24
Intereses por depósitos, Crédito de vivienda	40	33	63	88	117	117	98	94	77	53	31
Servicios financieros* Operaciones de Banca electrónica	136	178	374	507	591	633	559	621	435	424	212
			249	304	485	445	435	495	456	488	
	Grupo 2**										
Grupo 1	1 305	1 455	1 847	2 046	2 233	2 350	2 303	2 495	2 410	2 411	85
Beneficiarios de programas sociales**	45	67	213	361	405	445	459	574	881	1 091	2 325
Total	1 350	1 522	2 060	2 408	2 638	2 796	2 762	3 069	3 291	3 501	159

* HOGARES QUE USAN ALGUN TIPO DE SERVICIOS FINANCIEROS.

** ZGRUPO 1 + BENEFICIARIOS DE TRANSFERENCIAS CONDICIONADAS: JUNTOS (DESDE 2005) Y PENSIÓN 65 Y BECA 18 (DESDE 2012). SE RESTA A LOS BENEFICIARIOS DE ESTOS PROGRAMAS QUE ESTÁN EN EL GRUPO 1.

FUENTE: INEI, ENAHO.

¹ Analizan las oportunidades que encuentran los hogares, a través del ahorro y el crédito, para enfrentar situaciones adversas o financiar sus activos físicos o de capital humano.

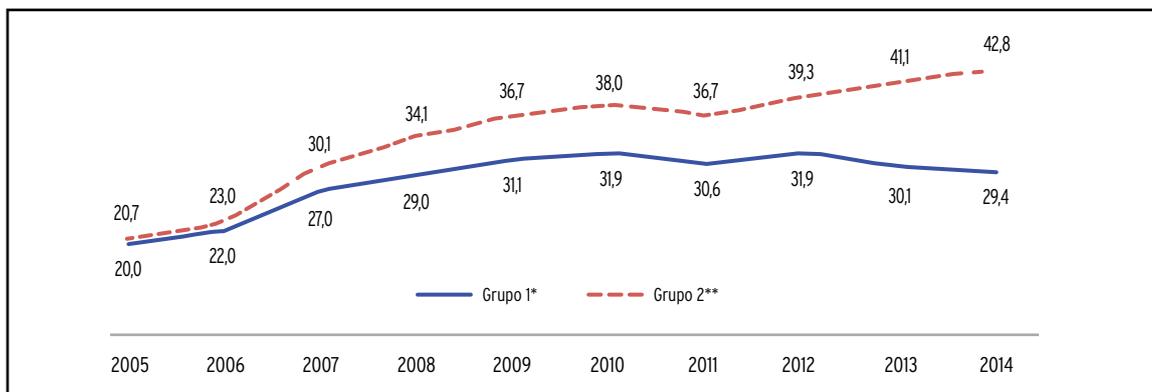
² Levine encuentra que el mayor financiamiento aumenta la capacidad de la población para invertir en capital físico y humano lo que redundará en una mayor productividad y menor informalidad.

³ Señalan que la inclusión financiera interactúa con los objetivos de estabilidad de precios de la política monetaria de dos maneras: 1) al ayudar a los consumidores a suavizar su consumo en el tiempo. 2) al animar a los consumidores a pasar sus ahorros de activos físicos y de efectivo a depósitos.

⁴ La población adulta del Perú ha sido incluida en varias encuestas aplicadas, en forma esporádica, en el ámbito mundial, latinoamericano y del país para conocer el uso de estos servicios o sus capacidades financieras.

⁵ Estos hogares están obligados a abrir una cuenta en el Banco de la Nación para recibir dicha subvención.

GRÁFICO 1 ■ Evolución de los hogares que utilizan productos financieros (En porcentajes)



* CTS, INTERESES POR DEPÓSITOS, CRÉDITOS DE VIVIENDA, RECIBEN REMESAS EN BANCO, PENSIONISTAS, GASTO EN SERVICIOS FINANCIEROS, OPERACIONES DE BANCA ELECTRÓNICA.

** GRUPO 1 + BENEFICIARIOS DE PROGRAMAS SOCIALES DE TRANSFERENCIAS CONDICIONADAS.

FUENTE: INEI, ENAHO.

limitado uso de los servicios financieros. Entre los más pobres, apenas el 3,6 por ciento de hogares del primer quintil y el 13,8 por ciento del segundo quintil estuvieron bancarizados en 2014, muy por debajo del nivel alcanzado en los dos últimos quintiles de mayor ingreso (41,1 y 61,1 por ciento en 2014).

En cambio, debido al impulso de los programas de transferencias condicionadas, la bancarización aumentó sustancialmente en los grupos de menor ingreso: 40,5 y 32,4 por ciento en los dos primeros quintiles respectivamente⁶, aunque con un nivel inferior al obtenido por los quintiles de mayor riqueza: 43,8 por ciento en el tramo cuatro y 61,7 por ciento en el tramo cinco.

El número de hogares con capacidad de ahorro (aquellos cuyos ingresos superaron a sus egresos),

pasó de 3,4 millones en 2005 a 5,3 millones en 2014. Lo que implicó un aumento de su participación de 51,6 a 64,3 por ciento en ese periodo.

Los hogares bancarizados mostraron mayor capacidad de ahorro, llegando en 2014 en el Grupo 1 a 79,6 por ciento y en el Grupo 2 a 71,1 por ciento. En cambio los no bancarizados, según ambos grupos de referencia, habrán ahorrado el 57,9 y el 59,2 por ciento, respectivamente⁷.

La necesidad de distinguir los factores que limitan el acceso a los servicios financieros ha llevado a considerar los niveles de uso por estratos socioeconómicos. Así en 2014, con los criterios del Grupo 1, solo el 7,5 por ciento de los hogares en pobreza usó servicios financieros diferencia del 34,3 por ciento de los no pobres. Asimismo, los jefes de hogar con instrucción superior tuvieron un nivel de bancarización más alto (49,8 por ciento) que los que no la tuvieron (12 por ciento) o estudiaron solo primaria (18,4 por ciento) o secundaria (29,3 por ciento).

Debido a la focalización de los programas sociales de transferencias monetarias, el uso de servicios financieros entre los pobres y menos educados aumentó notablemente a 44,3 y 49 por ciento, respectivamente. Al igual que el Grupo 1, los jefes de hogar con educación superior tuvieron la tasa más alta de uso de los servicios financieros (51,4 por ciento).

PRINCIPALES FACTORES QUE DETERMINAN EL ACCESO AL SISTEMA FINANCIERO EN EL PAÍS⁸

Para realizar una aproximación cuantitativa de los factores que determinan la probabilidad de los hogares de pertenecer o no al sistema financiero se utilizó un modelo estándar Probit de elección binaria. Para construir las variables que intervienen

CUADRO 2 ■ Uso de servicios financieros por quintiles 1/ (En porcentajes)

Quintil	2005	2014
Grupo 1		
Total	20,0	29,4
Q1	1,2	3,6
Q2	5,6	13,8
Q3	15,7	27,2
Q4	30,5	41,0
Q5	47,1	61,1
Grupo 2		
Total	20,7	42,8
Q1	1,8	40,5
Q2	6,6	32,4
Q3	16,6	35,4
Q4	30,9	43,8
Q5	47,7	61,7

1/ QUINTILES POR INGRESO PER CÁPITA MENSUAL PROMEDIO DEL HOGAR A PRECIOS DE LIMA METROPOLITANA 2014.

FUENTE: INEI, ENAHO.

⁶ Su bancarización es limitada ya que la mayoría de beneficiarios acude al sistema financiero básicamente para retirar el íntegro de la transferencia condicionada.

⁷ En la encuesta del Global Findex 2014, el 41,1 por ciento de entrevistados de 18 y más años declaró haber ahorrado en los últimos 12 meses para financiar la educación de sus hijos o su negocio o para tener fondos para su vejez. De ellos, solo el 32 por ciento ahorró en una cuenta en el sistema financiero. El resto optó por guardarlo en casa o en clubes de ahorro.

⁸ La autora agradece la colaboración de Roger Ascencios y Katerine Ontón en el desarrollo de esta sección.

en el modelo, se recogió, también, la información de ENAHO (INEI) 2004 a 2014 (un promedio de 23 mil hogares por año) con un total de 258 mil observaciones que permiten mayor robustez al análisis (ver Cuadro 3).

El análisis de los factores con mayor incidencia en la probabilidad de utilizar servicios financieros formales permite observar lo siguiente: que la decisión de los hogares de pertenecer al sistema financiero (variable dependiente) está influenciada por diversos elementos relacionados con la característica del hogar en cuanto al nivel de vida (pobreza, ingresos, ahorros) y ocupación, nivel educativo, edad, sexo, estado civil del jefe del hogar. La variable dependiente, se refiere a los hogares que cumplen con los requisitos del Grupo 1, es decir aquellos hogares que utilizan al sistema financiero por iniciativa propia.

El análisis de los efectos marginales permite concluir que los ingresos (medidos a través del gasto), la edad, y el nivel educativo tienen un impacto mayor en la probabilidad de un hogar de pertenecer al sistema financiero, lo que coincide con los resultados de los estudios de Peña (2014) y Murcia (2007). Por ejemplo, la probabilidad de estar bancarizados en los quintiles de mayor riqueza, respecto del quintil más bajo, se incrementa en 25 por ciento; mientras que en los que tienen más edad, respecto a los de menor edad, en 30 por ciento. Esta probabilidad es más alta, entre quienes cuentan con educación superior (12 por ciento) y secundaria (8,2 por ciento), respecto a los de educación primaria (3,5 por ciento). Asimismo, la capacidad de ahorro influye en 9,7 por ciento en la decisión de pertenecer al sistema financiero.

Impactan, en menor medida, tener un trabajo formal, acceder a un paquete de servicios básicos, tener una vivienda propia comprada o algún vehículo a motor básico. También tiene limitada influencia, a pesar de su importancia para la difusión de la banca electrónica, el contar con computadora o celular (5,9 y 2,4 por ciento, respectivamente). En cambio, vivir en el área rural o ser pobre extremo disminuye la probabilidad de estar bancarizados (en -8,9 y -6,8 por ciento, respectivamente), tendencia similar a la que señalan Cámara y Tuesta (2013).

El estudio de los determinantes concluye que la mejora en la educación y en el nivel de ingreso permitirá generar un mayor acceso a los servicios financieros. Sin embargo, el análisis descriptivo permite observar sectores sin bancarizar en los quintiles más ricos y entre los que tienen educación superior e incluso entre los que tienen capacidad de ahorro. Ello revela la necesidad de investigar las dificultades que enfrenta la oferta de servicios financieros para ajustarse a las necesidades de potenciales usuarios.

CUADRO 3 ■ Características del hogar y pertenencia al sistema financiero

	Coefficientes	Efectos Marginales	Error Estándar
Pobre extremo	-0,374***	-,0679704	(0,0340)
Pobre no extremo	-0,0669***	-,0142038	(0,0169)
Condición de vivienda	-0,224***	-,0491073	(0,00812)
Vivienda comprada	0,135***	,0280393	(0,00800)
Primaria	0,159***	,0351795	(0,0160)
Secundaria	0,357***	,0823649	(0,0171)
Superior	0,479***	,1202618	(0,0181)
Pack servicios básicos	0,169***	,0370772	(0,00849)
Computadora	0,251***	,0591875	(0,00861)
Vehículos	0,103***	,0223157	(0,0103)
Celular	0,112***	,0240842	(0,00775)
De 25 a 29 años	0,327***	,0822183	(0,0296)
De 30 a 59 años	0,423***	,0858932	(0,0256)
De 60 a más años	1,126***	,3048853	(0,0264)
Capacidad de ahorrar	0,469***	,0971427	(0,00718)
Q2 de gasto	0,271***	,0638733	(0,0199)
Q3 de gasto	0,464***	,1160373	(0,0251)
Q4 de gasto	0,624***	,1629278	(0,0257)
Q5 de gasto	0,888***	,2464406	(0,0261)
Viven en área Rural	-0,429***	-,0886211	(0,00988)
Trabajo formal	0,269***	,0640138	(0,00852)
Constante	-2,700***		(0,0399)
Observaciones	258,130		

ERROR ESTÁNDAR EN PARENTESIS.

*** P<0,01 ** P<0,05 * P<0,1

FUENTE: ENAHO 2004-2014

En esta dirección apuntan las acciones que han venido realizando los distintos agentes públicos y privados para mejorar el entorno regulatorio, la infraestructura y la educación financiera, acordes a los planteamientos de la Estrategia Nacional de Inclusión Financiera (julio de 2015) para aumentar la penetración financiera. En ese contexto se espera, dado su menor coste y posibilidad de llegar a más ámbitos geográficos, que la introducción de la Billetera Móvil o BIM,⁹ que permite a las personas transferir y recibir dinero desde cualquier teléfono móvil, incentive la entrada de mayores segmentos de la población. Según proyecciones de ASBANC este modelo podría ayudar a incorporar a más de 2 millones de nuevos usuarios en el 2020.

AGRADECIMIENTO

A Judith Guabloche y Fernando Vásquez por sus sugerencias y comentarios.

REFERENCIAS

- **Cámara, N., Peña, X. y Tuesta D. (2013).** "Determinantes del acceso al sistema financiero en Perú." BBVA Research Documento de trabajo 13/31
- **Demircuc-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D. y Van Oudheusden, P. (2015).** "The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion around the World." Policy Research Working Paper Series 7255, the World Bank.
- **Mehrotra, A. y Yetman, J. (2015).** "Financial inclusion: Issues for Central Bankers", BIS Quarterly Review, marzo.
- **Levine, R. (2005).** "Finance and Growth: Theory and Evidence", in P. Aghion and S Durlauf (eds), Handbook of Economic Growth, Elsevier.Chapter 12.
- **Sahay, R. y otros (2015).** "Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals?" IMF Staff Discussion Notes SDN 15/17, setiembre.
- **Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2014).** "Reporte de indicadores de inclusión financiera de junio de 2014". Lima, junio 2014.

⁹ Este producto financiero, llamado "BIM o Modelo Perú", fue lanzado por ASBANC en febrero 2016, de acuerdo a los lineamientos de la Ley sobre dinero electrónico N° 29985.

El Consejo Fiscal Peruano

NIKITA CÉSPEDES*,
ROY HUARCA** Y WILDER RÁMÍREZ***



* Especialista en Investigación Económica del BCRP.



** Especialista de Política Fiscal, MEF.



*** Director de la Dirección de Política Fiscal, MEF.

El Consejo Fiscal es una entidad autónoma creada con el objeto de contribuir al análisis y discusión técnica e independiente de la política macro fiscal en el Perú, en línea con las mejoras prácticas internacionales. Esta entidad entró en funcionamiento en enero de 2016, contribuyendo con el proceso de fortalecimiento del marco macro fiscal, iniciado hace 25 años.

¿QUÉ ES UN CONSEJO FISCAL?

Un Consejo Fiscal (CF) es un organismo público con independencia de la administración política de los países, creado para reforzar el compromiso con el manejo responsable y predecible de las finanzas públicas. Las funciones de los consejos fiscales son diversas y entre las más usuales destacan la evaluación del desempeño de la política fiscal, y de las proyecciones macroeconómicas (Debrun y Kinda, 2014).

CONSEJOS FISCALES EN EL MUNDO

La historia de los consejos fiscales en el mundo se remonta hasta poco después de la Segunda Guerra Mundial. Fue en 1945, en Holanda, cuando se estableció el primer Consejo Fiscal mediante la Oficina para el Análisis de Política Económica de los Países Bajos (The Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis), y tuvo como primer director a Jean Tinbergen, quien en 1969 fuera el primero en recibir el premio Nobel en economía. El consejo fiscal holandés ha ganado gran reputación a nivel internacional y es el referente en el diseño de consejos fiscales en diversos países. Gracias a lo anterior, es una fuente muy confiable de análisis económico en una amplia gama de temas como las proyecciones macroeconómicas para el presupuesto holandés, y las perspectivas a mediano y largo plazo para las finanzas públicas (Bos y Teulings, 2012).

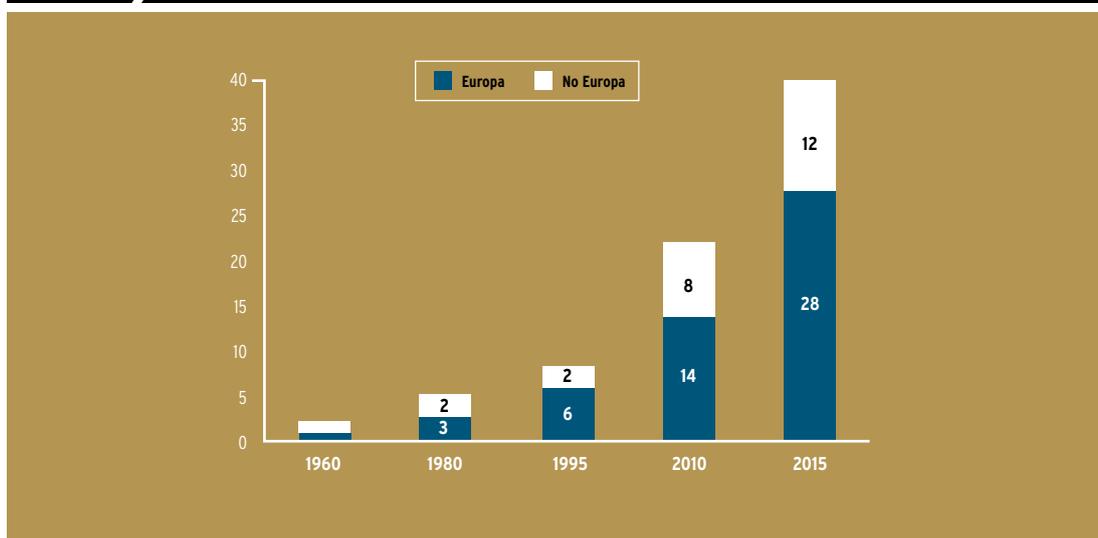
Según la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) de abril de 2015, existe un total de 39 consejos fiscales, a los que se suma

“ En América Latina solo se han conformado Consejos Fiscales en Chile, México y Perú ”

el Perú cuyo consejo fiscal entró en funcionamiento a inicios de 2016 (ver Gráfico 1). Cabe destacar que los consejos fiscales se han implementado principalmente en la región europea debido, en gran medida, a los lineamientos generales en términos fiscales que gobiernan a los países miembros de la comunidad europea. Además, su aparición se puede relacionar con los recientes episodios de crisis de sobreendeudamiento por los que han atravesado diversos países de esta región durante la última década.¹

La crisis financiera de 2008-09 ha sido también uno de los factores que ha condicionado la creación de consejos fiscales. Así, 25 CF (63% de los existentes) se han creado entre 2009 y 2015. La crisis financiera internacional ha sido la causa del deterioro de las finanzas públicas de

GRÁFICO 1 ■ Número de Consejos Fiscales a nivel internacional



NOTA: DATOS A ABRIL DE 2015. SE INCLUYE EL CF DE PERÚ, REFRENDADO EN DICIEMBRE DE 2015.

FUENTE: FMI, FISCAL COUNCIL DATASET, 2015.

¹ El debate académico que fundamenta la reciente creación de CF desde 1990 se encuentra en Calmfors y Wren-Lewis (2011). En este documento se sugiere que el motivo común es un deseo de adaptar las buenas experiencias internacionales de la banca central independiente a la esfera fiscal.

CUADRO 1 ■ Consejos Fiscales por países

País	Año de inicio	País	Año de inicio
Países Bajos	1945	Reino Unido	2010
Japón	1950	Rumania	2010
Dinamarca	1962	Irlanda	2011
Alemania (GCEE)	1963	República Eslovaca	2011
Estados Unidos	1974	Serbia	2011
Bélgica (HRF/CSF)	1989	Australia	2012
Eslovenia (UMAR)	1991	Portugal	2012
Bélgica (FPB)	1994	Croacia	2013
Georgia	1997	Finlandia	2013
México	1999	Francia	2013
Uganda	2001	Chile	2014
Austria	2002	Chipre	2014
Corea del Sur	2003	España	2014
Suecia	2007	Estonia	2014
Canadá	2008	Italia	2014
Eslovenia (Fiscal Council)	2009	Letonia	2014
Hungría	2009	Luxemburgo	2014
Kenia	2009	Sudáfrica	2014
Alemania (Stabilitätsrat)	2010	Lituania	2015
Grecia	2010	Perú	2015

FUENTE: FMI, FISCAL COUNCIL DATASET, 2015.

diversos países y muchos de estos se han enfrentado a la necesidad de fortalecer la credibilidad y predictibilidad de sus marcos macro fiscales y los procesos de consolidación fiscal, a través de la creación de los consejos fiscales.

Un aspecto adicional sobre los CF es que estos son aún escasos en economías emergentes. Así por ejemplo, en América Latina solo tres países han conformado sus respectivos consejos fiscales, Chile, México y el Perú (los dos primeros pertenecen a la OCDE). Como se mencionó anteriormente, la creación de consejos fiscales usualmente se ha relacionado con la necesidad de hacer frente a escenarios fiscales adversos mediante procesos de consolidación fiscal o empujadas por los bloques regionales, como sucedió con la Unión Europea.

“ Los consejos fiscales tienen la función principal de hacer más transparente el manejo de la Política Fiscal ”

Sin embargo, en el caso del Perú, el contexto fue diferente. El Consejo Fiscal fue creado en 2013, en el marco de la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal, y obedece a la necesidad de fortalecer el buen desempeño fiscal. Al respecto, en el Gráfico 2 se observa que luego del plan de estímulo fiscal implementado durante la crisis internacional se registraron superávits fiscales con el objetivo de reconstituir los “colchones” macrofiscales que se habían utilizado durante la crisis. Cabe señalar que dichos “colchones” macrofiscales han permitido reaccionar de forma contracíclica en años recientes de desaceleración económica.

FUNCIONES DE UN CONSEJO FISCAL

Una característica que destaca en los 40 consejos fiscales en el mundo es la diversidad de funciones que estos realizan. Ello es una manifestación de la heterogeneidad que existe en la administración de la política fiscal a nivel internacional.

En general, las funciones de los consejos fiscales existentes no son fáciles de resumir pues dependen de los fundamentos de la política fiscal de cada país. Las instituciones consideradas como consejos fiscales en la literatura varían mucho en función del ámbito de su competencia, la definición de sus tareas y los detalles de su diseño institucional como, por ejemplo, el grado de independencia legal, el tamaño y las relaciones con otras instituciones públicas, entre otros. En términos generales, los consejos fiscales tienen funciones que recaen en algunas de las siguientes categorías según el FMI (Debrun y Kinda, 2014 y Debrun y otros, 2013):

- **Promoción de la sostenibilidad fiscal.** Esta es la principal función y es la que comparten casi todos los consejos existentes. La idea general es la de reducir el sesgo al déficit de los gobiernos, quienes al tener horizontes cortos, tienen incentivos hacia mayores niveles de gasto.
- **Análisis, monitoreo y revisión de la política fiscal, así como de los planes y del desempeño económico del gobierno.** Esto incluye la revisión de los proyectos de presupuesto de mediano plazo y se toma como referencia los objetivos del gobierno, el cumplimiento de las reglas fiscales y la sostenibilidad de las cuentas fiscales. Típicamente, los consejos fiscales se concentran en el análisis macroeconómico y tienen como objetivo final la promoción de políticas fiscales responsables y predecibles. Estos análisis deben formar parte del debate público para asegurar su neutralidad. Algunos CF también realizan

evaluación ex post del desempeño fiscal de los gobiernos.

- **Desarrollo y revisión de proyecciones macroeconómicas y de presupuesto.** Este mandato busca que las proyecciones sean rigurosas, se ajusten a los fundamentos de la economía y se alineen con la sostenibilidad de las cuentas fiscales.
- **Propuestas de recomendaciones de política.** Esto permite que las decisiones sean tomadas de modo más consensuado, centrando el debate en las opciones de política económica que afectan a las finanzas públicas. La opinión de un consejo fiscal independiente debe ser técnica y/o neutra desde el ámbito político para de este modo ayudar en la toma de decisiones. Sin embargo, cabe señalar que hay pocas experiencias de consejos fiscales cumpliendo esta tarea.

Sobre la contribución empírica de los CF, la evidencia indica que los países que cuentan con Consejos Fiscales presentan un mejor desempeño en el manejo ordenado de sus finanzas públicas. Tal como señala Debrun y Kinda (2014), “la adopción de Consejos fiscales, bajo ciertas características como independencia legal, monitoreo de reglas y evaluación de las proyecciones, se traduce en resultados primarios mejores, en relación a aquellos países que no han implementado consejos fiscales. De la misma

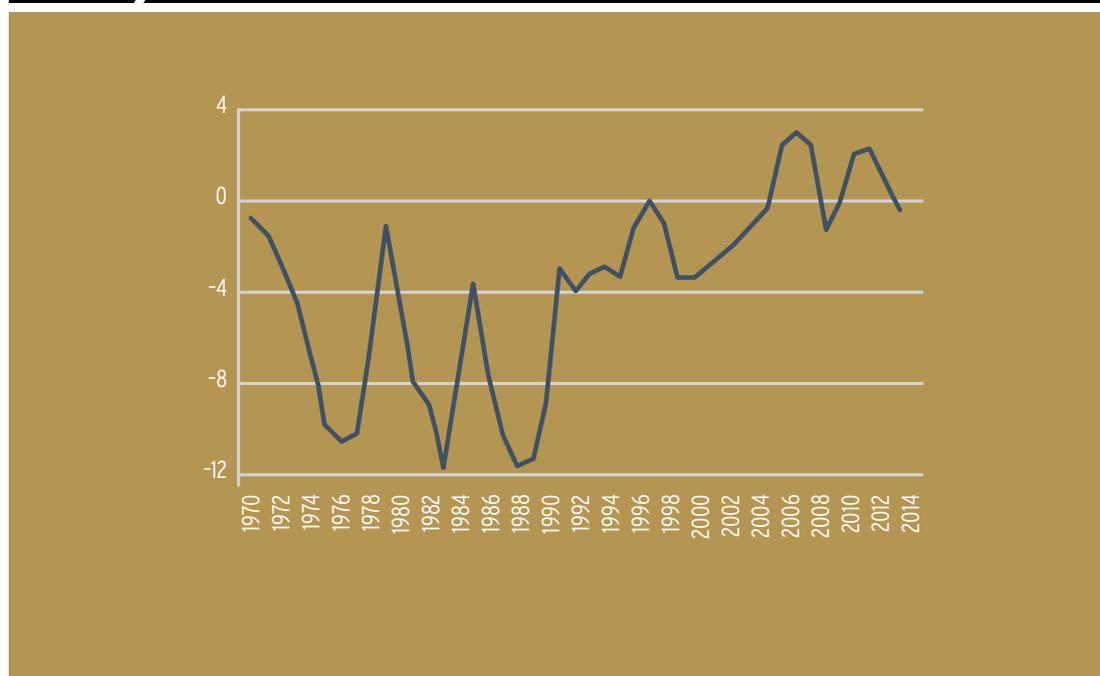
“Existe un total de **39 consejos fiscales** a los que se suma el del Perú que entró en funcionamiento a inicios de 2016”

manera, la evidencia internacional sugiere que los consejos fiscales pueden mejorar la precisión de las proyecciones oficiales”.

EL CONSEJO FISCAL PERUANO

La creación del Consejo Fiscal Peruano (CFP) es el hito más reciente de una larga lista de eventos ocurridos desde 1999 que han buscado institucionalizar el manejo de la política fiscal, y mediante esta, contribuir a la estabilidad macroeconómica. Haciendo un breve recuento para ubicar dentro de un contexto histórico la importancia del consejo fiscal, el primer hito se dio en 1993 y formó parte del proceso de estabilización y consolidación fiscal que en tér-

GRÁFICO 2 ■ Perú: Resultado Económico del Sector Público no Financiero (Porcentaje del PBI)



FUENTE: BCRP.

minos fiscales representó el inicio del manejo independiente de la política fiscal y monetaria. Desde estos años la política de gasto ha tenido un financiamiento basado en los ingresos generados por fuentes reales antes que por endeudamiento.

Seguidamente, en 1999 se promulgó la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal (LPTF) que permitió institucionalizar el marco macrofiscal, continuar con la estabilización fiscal e incorporar una herramienta contracíclica, como es el Fondo de Estabilización Fiscal que en años posteriores permitió la implementación de una política fiscal contracíclica. En 2013, se introdujo mejoras en la LPTF mediante la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LFRTF). El objetivo fue eliminar el sesgo procíclico de la regla anterior y darle predictibilidad al financiamiento del gasto público al aislarlo del componente más volátil de las finanzas públicas. El consejo fiscal peruano (CFP) se creó bajo esta Ley.

El CFP entró en funcionamiento a inicios de 2016. Según la Ley de creación, el CFP es una entidad autónoma adscrita al Ministerio de Economía y Finanzas, cuyo objeto es contribuir al análisis técnico independiente de la política macrofiscal mediante la emisión de opinión no vinculante a través de informes, en las siguientes materias:

- La modificación y el cumplimiento de las reglas fiscales previstas en la Ley.
- Las proyecciones fiscales contempladas en el Marco Macroeconómico Multianual.
- La evolución de corto y mediano plazo de las finanzas públicas.
- La metodología para el cálculo de las cuentas estructurales, del PBI potencial y los precios de exportación de mediano plazo.

Como se puede verificar, las funciones del CFP

“ La creación del Consejo Fiscal busca institucionalizar el manejo de la política fiscal ”

son similares a las funciones que este tipo de entidades desempeñan en otros países. Recientemente, en el contexto de estas funciones, y en el marco del artículo 43 de la Ley 30372 (Ley de Presupuesto del Sector Público para el año 2016) que autoriza excepcionalmente al MEF a revisar la metodología de cálculo del Resultado Económico Estructural del Sector Público no Financiero durante 2016, el CFP emitió una opinión técnica respecto de la propuesta metodológica desarrollada por el MEF.

CONCLUSIONES

Con una perspectiva a futuro, el Consejo Fiscal Peruano enfrenta el reto de consolidarse como una institución líder en la discusión de los principales temas macrofiscales definidos dentro de sus funciones. En el corto plazo, el CFP debe generar credibilidad y reputación en base a opiniones técnicas transparentes y compartidas con la sociedad. La institucionalización de esta nueva entidad es un reto que permitirá continuar con la consolidación de la estabilidad macroeconómica como se mencionó anteriormente. La experiencia internacional sugiere que la construcción de la buena reputación de los consejos fiscales es una tarea que debe realizarse de manera gradual pero permanente en el tiempo.

REFERENCIAS

- **Bos, F. y Teulings C. (2012).** "The Dutch CPB: What can be Learn from the World's Oldest Fiscal Watchdog?" VoxEU.org, 1º de mayo.
- Calmfors, L. y S. Wren-Lewis (2011). "What should Fiscal Councils Do?" CESifo (Group Munich-Ifo Institute, Center for Economic Studies) Working Paper Series No. 3382.
- **Debrun, X. y Kinda T. (2014).** "Strengthening Post-Crisis Fiscal Credibility—Fiscal Councils on the Rise. A New Dataset" IMF Working Paper, 14/58.
- **Debrun, X. Kinda, T., Curristine T., Eyraud L., Harris J., y Seiwald J. (2013).** "The Functions and Impact of Fiscal Councils," IMF Policy Paper; 16 de julio.
- International Monetary Fund (2015). "IMF Fiscal Council Dataset", abril, 2015.
- **Hagemann, R. (2011),** "How can Fiscal Councils Strengthen Fiscal Performance?". OECD Journal: Economic Studies, Vol. 2011/1.

Evolución del dólar en los mercados internacionales: POLÍTICA MONETARIA Y VOLATILIDAD FINANCIERA

MARTHÍN MORÁN*

El dólar ha experimentado una marcada tendencia a la apreciación a nivel global entre el segundo semestre de 2014 e inicios de 2016, por dos principales razones: las expectativas de ajuste de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) y los episodios de turbulencia en los mercados financieros asociados a la incertidumbre sobre el crecimiento global. Sin embargo, la reversión de dichos factores ha llevado también a que el dólar muestre tendencia depreciatoria en 2016.



* Especialista en Programa Monetario del BCRP.
martin.moran@bcrp.gob.pe

El dólar inició su apreciación en los mercados internacionales en julio de 2014 (ver Gráfico 1), conforme la Fed se aproximaba al retiro del estímulo monetario más agresivo de su historia, ante las señales de recuperación de la economía de Estados Unidos.

En una primera etapa, la Fed redujo de forma gradual su programa de compra de activos -*Quantitative Easing* (QE)¹ - el cual finalizó en octubre de 2014. Posteriormente, la Fed se centró en evaluar el momento más adecuado para iniciar el alza de su tasa de política monetaria, luego de mantenerla en niveles cercanos a cero (rango oficial de 0 a 0,25 por ciento) desde diciembre de 2008.

Mientras que la Fed se preparaba para retirar sus estímulos, otros principales bancos centrales como el Banco Central Europeo, Banco de Japón y Banco Popular de China se embarcaban en políticas monetarias expansivas, dado el deterioro de las perspectivas de sus economías. Esta expectativa de políticas monetarias divergentes llevaron a mayores presiones apreciatorias sobre el dólar².

En medio de ello, el dólar recibió apoyo adicional en su tendencia apreciatoria por su condición de activo de refugio a nivel global en periodos de incertidumbre y aversión al riesgo.

EVOLUCIÓN DEL DÓLAR EN 2015

En diciembre de 2014, la Fed retiró de su comunicado de política monetaria la guía de mantener tasas de interés bajas “por un tiempo considerable” y Janet Yellen, presidenta de la Fed, enfatizó, en reiteradas oportunidades, que la fecha de inicio y el ritmo al cual se elevaría la tasa de política dependería de las condiciones económicas.

Dado lo anterior, la evolución del dólar durante

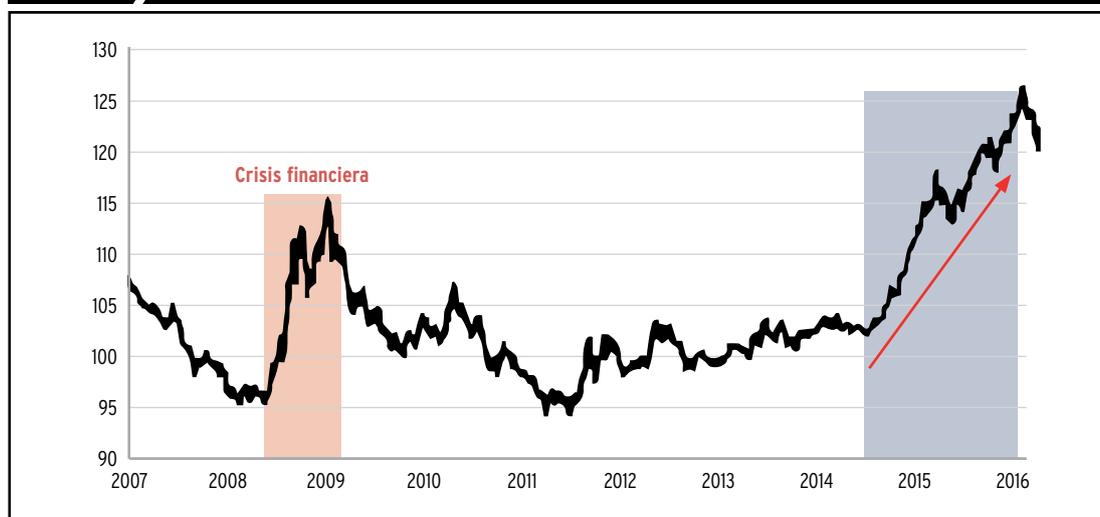
2015 estuvo fuertemente influenciada por las expectativas de alza de tasas. La probabilidad de alza de tasas busca capturar estas expectativas de los mercados financieros, basándose en la información que proveen las cotizaciones de los de contratos a futuro sobre la tasa de política de la Fed.

Como se observa en el Gráfico 2 (en las zonas azules) existe una clara correlación entre esta probabilidad y la evolución del dólar en los mercados internacionales.

Entre marzo y junio de 2015, el dólar tuvo un comportamiento volátil en un contexto en el que la economía norteamericana mostraba evidencia de una recuperación moderada pero no concluyente y las presiones inflacionarias se mantenían contenidas. Así, cuando se anunciaban indicadores económicos favorables de Estados Unidos que hacían prever un alza de tasas, la probabilidad aumentaba y el dólar tendía a apreciarse y viceversa. Las declaraciones de los funcionarios de la Fed mostraban también posiciones variadas respecto al rumbo futuro de la política monetaria.

Sin embargo, entre mediados de junio y fines de setiembre del mismo año, otro fue el principal factor en la evolución del dólar. En dicho periodo se registró una alta volatilidad financiera que fue gatillada por la fuerte corrección bursátil en China (que afectó al resto de bolsas a nivel global), la agudización de la caída del precio del petróleo (y en general de *commodities*) y por la devaluación inesperada del yuan del 11 de agosto de 2015 de 1,9 por ciento (la mayor caída diaria desde que China adoptó un nuevo régimen cambiario en 1994). Estas señales negativas generaron pesimismo sobre el crecimiento de la economía mundial, principalmente de economías emergentes y en especial de China.

GRÁFICO 1 ■ Índice Dólar de la Reserva Federal (Fed)

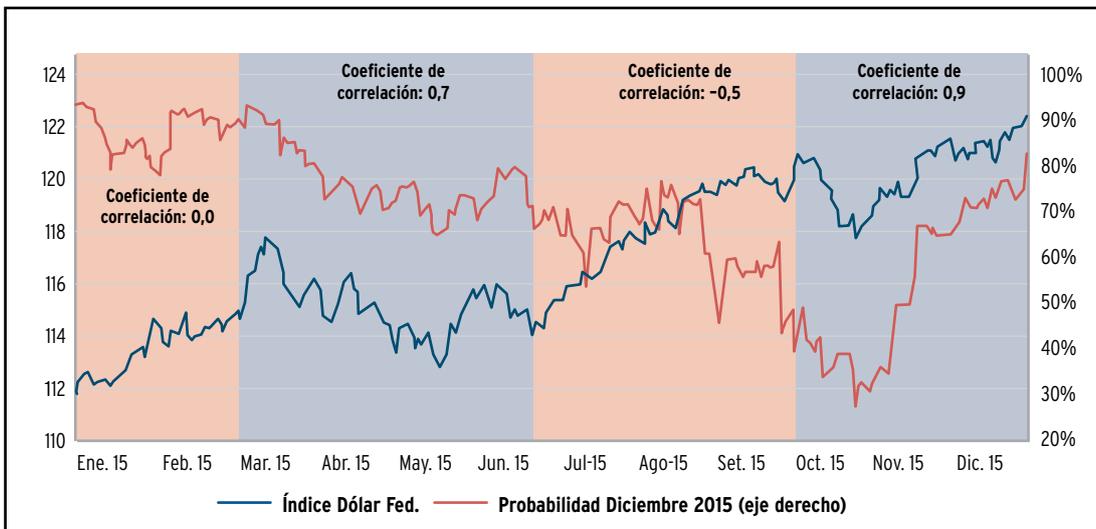


FUENTE: FED.

¹ El *Quantitative Easing* es una medida no convencional de política monetaria para reducir las tasas de interés de largo plazo a través de la compra de bonos del gobierno y otros activos. En Estados Unidos, ello culminó al anunciarse que se reduciría las compras en US\$10 mil millones cada mes a partir de enero de 2014.

² En términos generales, mayores tasas de interés implican mayores rendimientos para las inversiones. Así, las inversiones en dólares se harían más atractivas reajustadas por riesgo, en relación a otras monedas cuyas tasas de interés disminuyen.

GRÁFICO 2 ■ Probabilidad de alza de tasas de la Fed e índice dólar



FUENTE: BLOOMBERG Y FED.

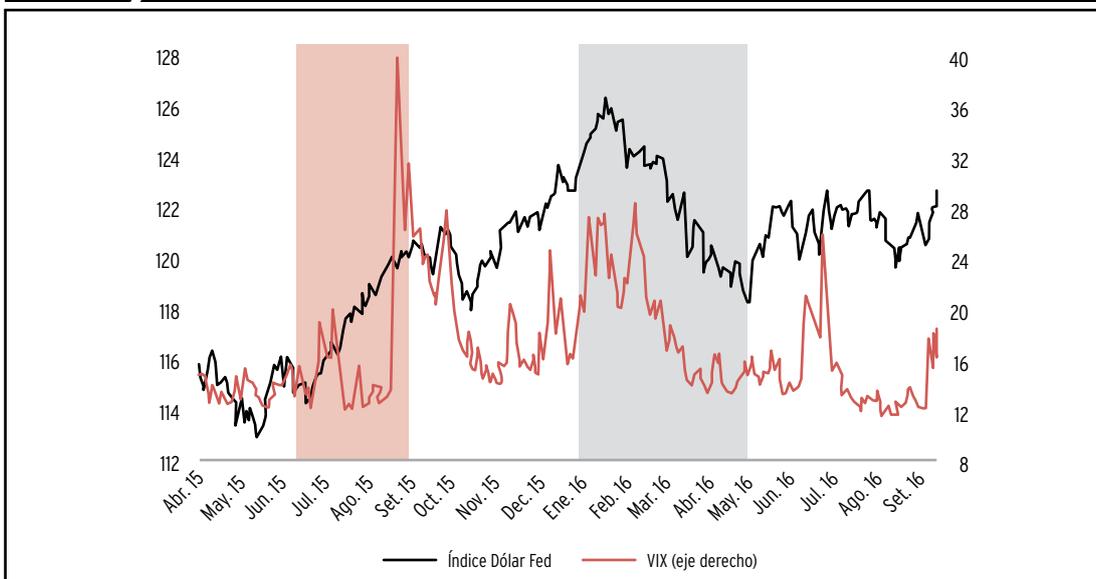
En este contexto, el dólar se apreció dada su condición de activo de refugio a nivel global en periodos de incertidumbre y aversión al riesgo y en agosto de 2015 el índice VIX³ casi duplicó su promedio histórico y llegó a máximos no vistos desde octubre de 2011 (Ver gráfico 3, zona sombreada de rojo).

Dada esta aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, hubo una mayor demanda por activos seguros, lo cual afectó a los activos de las economías emergentes, registrándose una importante salida de capitales y depreciación de sus monedas. Las monedas más afectadas fueron las de países productores de *commodities*, siendo adicionalmente influenciadas por la caída de dichos

productos, cuyos precios dependen principalmente de la actividad económica global, y en particular de China⁴.

En ese contexto mundial menos favorable, donde incluso la Fed en su comunicado de setiembre de 2015 hace explícita su preocupación por la economía mundial, las expectativas de alza de tasas se redujeron. De darse el inicio de alza de tasas en dicho entorno de volatilidad financiera, se podría haber generado mayores efectos negativos sobre la economía mundial y en la propia economía de Estados Unidos por los ajustes en las condiciones financieras y una mayor apreciación del dólar. Esto explica que el Gráfico 2 muestre paradójicamente esta relación

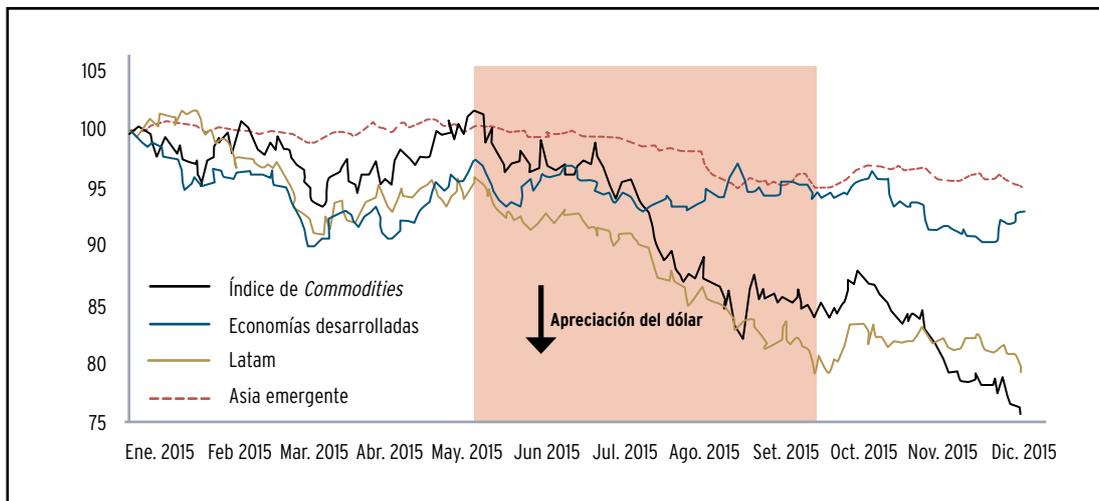
GRÁFICO 3 ■ Evolución del Dólar y del Índice de Volatilidad Financiera (VIX)



³ El VIX es una medida de volatilidad del índice bursátil S&P500. Conocido también como índice de aversión al riesgo, debido a que suele elevarse cuando los mercados financieros caen y disminuye la toma de riesgos.

⁴ Según el *Commodity Research Unit* (CRU Group), China consumió el 45 por ciento de la producción global de *commodities* en 2014.

GRÁFICO 4 ■ Índice de Monedas e índice de Commodities (2 ene = 100)



FUENTE: BLOOMBERG

negativa entre la probabilidad de alza de tasas y la evolución del dólar entre junio y setiembre: mientras el dólar se apreciaba, por su condición de activo de refugio, la probabilidad de alza de tasas disminuía.

Posteriormente, conforme los mercados financieros se estabilizaban y la aversión al riesgo disminuía, se retomó la alta correlación positiva entre el dólar y la probabilidad de alza de tasas. En los dos últimos meses del año, conforme las condiciones del mercado laboral norteamericano continuaban dando señales de mejora y los funcionarios de la Fed se alineaban en sus posiciones y reiteraban que un alza era altamente probable en 2016, la probabilidad de alza de tasas se vuelve a incrementar (ante expectativas de normalización de la política monetaria de la Fed) y el dólar retoma su apreciación. Ello se materializó en la reunión de diciembre de 2015 por decisión unánime de los miembros del comité de política monetaria de la Fed en medio de una reacción calmada y ampliamente esperada por los mercados financieros.

EVOLUCIÓN DEL DÓLAR EN 2016

En el presente año, los dos factores descritos anteriormente volvieron a influir en la evolución del dólar, pero en sentido opuesto, generándose una depreciación de dicha moneda.

La volatilidad financiera se redujo como se observa en el Gráfico 3 (zona sombreada de verde) al esperarse que los principales bancos centrales mantengan o aumenten sus estímulos, lo cual mejoró las expectativas sobre la economía mundial con respecto a las registradas en enero, donde una nueva caída en el precio del petróleo y de la bolsa de China generó un inicio de año con alta volatilidad y pesimismo sobre el desempeño de la economía mundial.

Entre los bancos centrales que aumentaron sus estímulos resalta el Banco de Inglaterra que, tras

votar el Reino Unido por la opción de abandonar la Unión Europea (Brexit) en el referéndum de junio, disminuyó su tasa de interés de política de 0,50 a 0,25 por ciento en agosto, junto a otras dos medidas para reforzar la reducción de tasas de interés en la economía. Esta medida, esperada por el mercado, ayudó a que se mantenga la reducción de la volatilidad financiera generada en junio tras el resultado de dicho referéndum.

Junto a la reducción de la aversión al riesgo, las expectativas de alza de tasas de interés por parte de la Fed también se redujeron. Así, los mercados financieros esperaban que este proceso sea más gradual de lo que la Fed proyectaba, ante los datos de actividad mixtos de Estados Unidos y las declaraciones entre marzo y abril de Janet Yellen de cautela por parte de la Fed antes de tomar una decisión con respecto a la segunda alza de tasas de interés. Aunque, desde agosto, las declaraciones de la presidenta de la Fed han estado en torno a no descartar alza de tasas en el presente año.

CONCLUSIÓN

Cabe resaltar que las expectativas de un alza de tasas más gradual se materializaron luego de que la Fed redujera sus proyecciones para la tasa de política en su reunión llevada a cabo en setiembre. En dicha reunión, la mediana de las proyecciones de los miembros del comité de política monetaria de la Fed, tiene implícita un aumento de 0,25 por ciento para el 2016, comparado con los cuatro aumentos implícitos en las proyecciones de diciembre de 2015.

Con respecto a la volatilidad financiera, si bien la tendencia ha sido hacia la reducción en el 2016, salvo en el periodo de aversión al riesgo tras el Brexit, conforme se acerque la fecha de las elecciones presidenciales de Estados Unidos, se podría generar un periodo de volatilidad dadas las características de las actuales contiendas electorales.

E

ncuesta Anual de limitantes al CRECIMIENTO

ALEX CONTRERAS* Y FERNANDO REGALADO**

En el Perú, las dificultades para el desarrollo productivo se encuentran en diversos ámbitos y los agentes económicos lidian constantemente con distintos problemas como la inseguridad ciudadana o la burocracia.



* Jefe del Departamento de Indicadores de la Actividad Económica del BCRP.

alex.contreras@bcrp.gob.pe



** Especialista en Indicadores de la Actividad Económica del BCRP.

fernandoalonso.regalado@bcrp.gob.pe

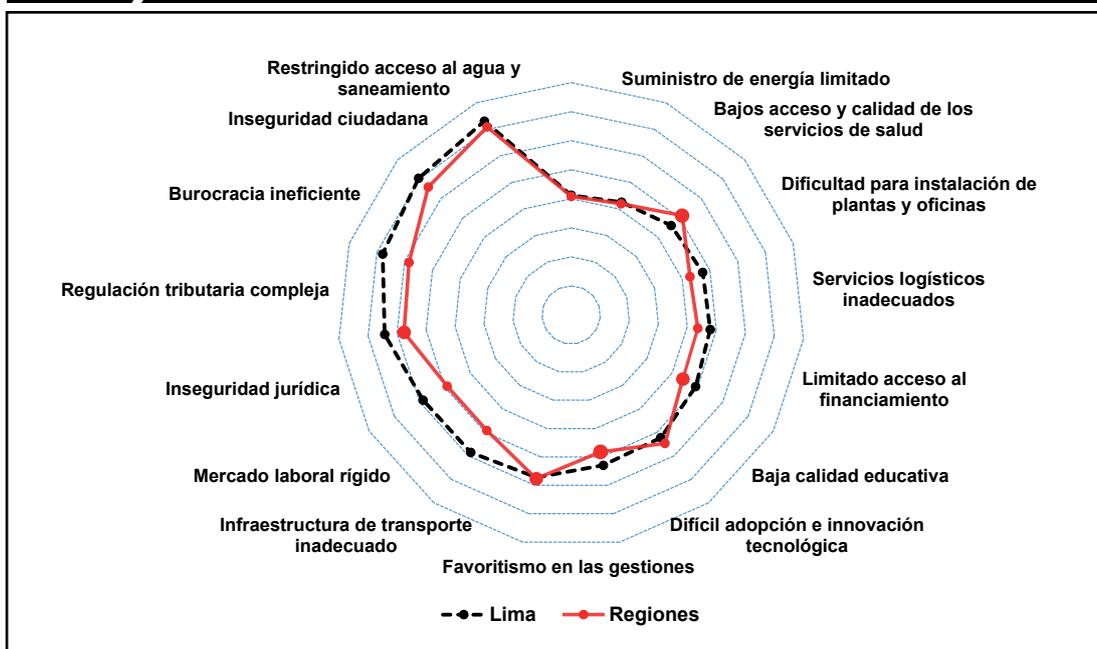
La productividad y la acumulación de factores productivos son los elementos más importantes que explican el crecimiento de los países en el largo plazo. Considerando que la acumulación de factores tiene un límite, la dinámica de la productividad¹ es la variable fundamental para el crecimiento de las economías.

No obstante lo anteriormente señalado, el crecimiento constante de la productividad abarca un conjunto amplio de variables que involucran desde el grado de desarrollo institucional² hasta el nivel de innovación y desarrollo tecnológico³. En el caso del Perú, las dificultades para el desarrollo productivo se encuentran en diversos ámbitos. En este contexto, los agentes económicos lidian constantemente con distintos problemas como la inseguridad ciudadana o la burocracia.

En este sentido, con la finalidad de identifi-

“Las empresas identifican a la inseguridad ciudadana, a la burocracia ineficiente y a la regulación tributaria compleja como limitantes al crecimiento”

GRÁFICO 1 ■ Limitantes al crecimiento de su empresa por factores (Calificación promedio)



CUADRO 1 ■ Percepción de limitantes al crecimiento por ámbitos (Calificación* promedio)

	Total General		Lima		Centro		Norte		Oriente		Sur	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Perú	3,0	3,2	2,9	3,3	2,9	2,8	3,3	3,1	2,8	3,1	3,1	3,2
Región	3,2	3,1	-	-	3,0	3,0	3,3	2,9	3,1	3,0	3,2	3,1
Sector	2,9	3,0	2,8	3,0	2,9	2,7	3,0	2,8	3,0	3,2	2,9	3,0
Empresa	2,3	2,3	2,3	2,2	2,3	2,2	2,3	2,3	2,5	2,7	2,4	2,4

* EN LA CLASIFICACIÓN, 0 REPRESENTA QUE NO EXISTEN CUELLOS DE BOTELLA, 1 QUE EXISTEN CUELLOS DE BOTELLA LEVES Y 5 QUE EXISTEN CUELLOS DE BOTELLA MUY FUERTES. FUENTE: ENCUESTA MENSUAL DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS Y ENCUESTA TRIMESTRAL DE PERCEPCIÓN REGIONAL.

1 Robert Solow (1956).
 2 Acemoglu, D.; Johnson, S. y Robinson, J. (2004)
 3 Romer, P. (1990)

car los principales limitantes al crecimiento que imponen restricciones sobre el nivel de productividad de la economía, entre enero y febrero de 2016, en el marco de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas y la Encuesta Trimestral de Percepción Regional se introdujeron preguntas acerca del tema a las principales empresas del país. Las encuestas se realizaron a nivel nacional con una muestra de 985 empresas representativas de diferentes sectores económicos y todas las regiones del país (377 empresas en Lima y 608 en provincias).

El sondeo no sólo buscó identificar los principales limitantes, sino también el ámbito en el cual la percepción de estas restricciones es mayor. Para ello, se estableció una escala de 0 a 5, donde 0 representa la ausencia de limitantes y 5 restricciones muy fuertes.

Los resultados muestran que en 2016, la percepción e identificación de limitantes se incrementó en el nivel nacional y sectorial respecto a 2015 y, por el contrario, se redujo en el ámbito regional, siendo mayor la distorsión en los ámbitos nacional y regional (ver Cuadro 1).

De igual forma, un análisis por zonas⁴ revela que la mayor percepción de limitantes para las empresas en Lima, la zona norte y la zona sur del país se encuentran en el ámbito nacional, en tanto que para la zona centro y oriente del país, las trabas son identificadas principalmente en el ámbito regional y sectorial, respectivamente.

Los resultados muestran además, la disminución en la percepción de limitantes en la zona centro y norte del país en casi todos los niveles, en tanto en la zona oriente y sur, la percepción de trabas se deterioró en la mayoría de los cuatro ámbitos encuestados.

Adicionalmente, se consultó a las empresas acerca de los principales temas considerados como distorsiones graves al crecimiento. Tanto las empresas en Lima como en regiones señalaron el problema de inseguridad ciudadana como el más grave. De esta manera, la inseguridad ciudadana presentó el promedio más alto de todas las categorías planteadas.

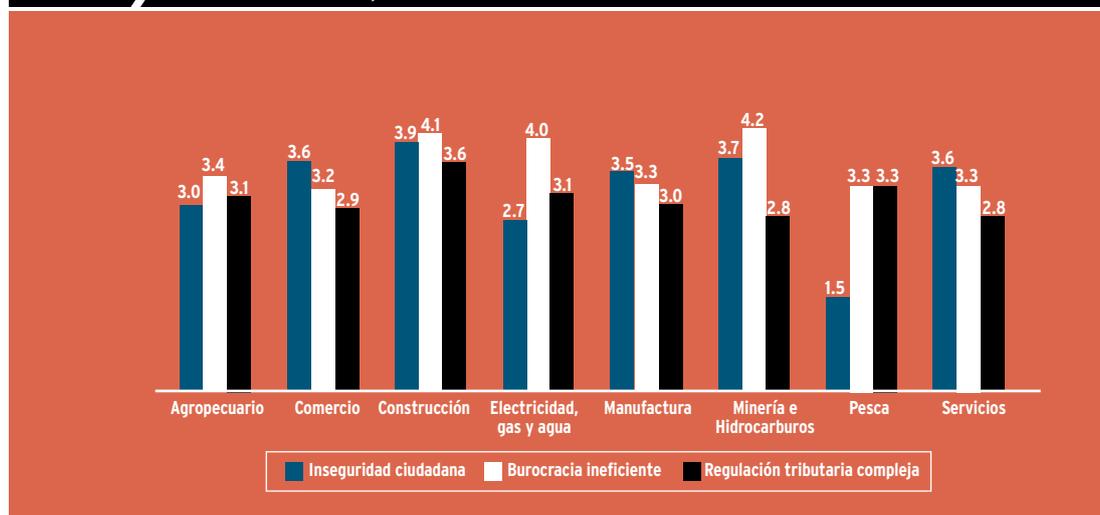
El resultado revela que el nivel de inseguridad ciudadana ya constituye una restricción fuerte para el crecimiento económico, limita las iniciativas empresariales en el país y, además, ha empeorado respecto al sondeo de 2015. Asimismo, la percepción de inseguridad ciudadana es más acentuada en la zona norte del país y menor en la zona centro (ver Gráfico 1).

Finalmente, los tres principales limitantes indicados se muestran por sector. Las empresas del sector construcción señalan con mayor énfasis a la inseguridad ciudadana como limitante al crecimiento de su sector. Por su parte, la burocracia ineficiente es el factor institucional que muestra los niveles más altos en los sectores minería e hidrocarburos, construcción, electricidad, gas y agua. Además, la regulación tributaria compleja es percibida como el mayor limitante de los sectores construcción y minería e hidrocarburos (ver Gráfico 2).

REFERENCIAS

- **Acemoglu, D.; Johnson, S. y Robinson, J. (2004).** "Institutions as the Fundamental Cause of Long-run Growth". National Bureau of Economics Research. Cambridge, Mass.
- **Romer, P. (1990).** "Endogenous Technical Change". Journal of Political Economy, Vol. 98, pp. 71-102.
- **Solow, R. (1956).** "A Contribution to the Theory of Economic Growth". Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, pp. 65-94.

GRÁFICO 2 Principales Limitantes por sector económico (Calificación promedio)



⁴ La zona norte comprende los departamentos de Piura, La Libertad, Lambayeque, Tumbes y Cajamarca; el área sur contiene a Tacna, Moquegua, Arequipa, Cusco, Apurímac y Puno; el oriente a Amazonas, Ucayali, San Martín, Loreto y Madre de Dios; y el área centro a Huánuco, Junín, Pasco, Ancash, Ica, Ayacucho y Huancavelica.

P

olítica fiscal de Perú: ajustes metodológicos del cálculo del

RESULTADO ECONÓMICO ESTRUCTURAL

NIKITA CÉSPEDES*,
PATRICIA LENGUA-LAFOSSE**, CARLOS
ROJAS** Y JESÚS RODRÍGUEZ****



* Especialista en Investigación Económica del BCRP.



** Especialista de Investigación, MEF.



*** Especialista en Ingresos Fiscales, MEF.



**** Especialista en Política Fiscal, MEF.

La política fiscal requiere de instrumentos flexibles para que su implementación sea oportuna y eficiente. Como parte de las mejoras metodológicas introducidas recientemente en los componentes de la regla fiscal peruana, se ha actualizado el método de cálculo del Resultado Económico Estructural (REE) con la finalidad de que ésta incorpore las principales características de los determinantes de las cuentas fiscales en el Perú.

La política fiscal peruana sigue un esquema de reglas desde 2001. Este esquema de reglas se ha consolidado y/o perfeccionado durante los últimos 15 años. El esquema actual obliga al gobierno a fijar sus niveles de gasto no financiero consistente con una guía estructural de largo plazo¹, de este modo se garantiza que el comportamiento del sector público sea fácilmente predecible por los diversos agentes económicos y contribuya de esta manera a la estabilidad del manejo macroeconómico.

El principal componente de la regla fiscal peruana es el Resultado Económico Estructural del Sector Público no Financiero (SPNF). Conceptualmente este indicador captura la capacidad de generación de ingresos permanentes de la economía y, de esta manera, aísla los componentes cíclicos, que en el caso peruano se relacionan con el ciclo económico y con la evolución cíclica de los precios de la materias primas que el Perú exporta. En este artículo se explican brevemente las características económicas y metodológicas de este indicador en el Perú, lo que resulta oportuno en la medida que recientemente se han incluido algunos ajustes metodológicos en la estimación de este indicador².

BREVE HISTORIA DE LAS REGLAS FISCALES EN PERÚ

La práctica de usar reglas estructurales en los marcos macrofiscales como instrumentos de evaluación de la política fiscal y también como guía presupuestal es cada vez más usual internacionalmente. Si bien no existe una regla común entre países, sí hay una gran coincidencia en la necesidad de que la política fiscal siga determinadas reglas predecibles, como se puede ver en la descripción que hace el FMI en Bova y otros (2015) de las reglas fiscales en 89 países entre 1985 y 2015.

CUADRO 1 Diferencia entre método anterior y método vigente en enero de 2016

	Método anterior	Método 2016
PBI potencial	Filtro HP	Función de Producción y filtros de Baxter y King.
Precios estructurales	Filtro HP	Promedio móviles de 15 años (11 pasados, actual y 3 futuros).

En el caso peruano, la idea de las reglas fiscales se inició en 2001, en el marco de la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal que establecía un compromiso con un resultado fiscal equilibrado en el ciclo mediante la implementación de dos reglas fiscales complementarias entre sí: un límite al déficit fiscal del sector público de 1% del PBI –limitante en épocas no tan buenas– y un techo al incremento anual del gasto de consumo –que tenía por fin reducir la prociclicidad en las épocas buenas–. Sin embargo, no es sino hasta 2006 que se incorporaron indicadores del Resultado Fiscal Estructural del Sector Público No Financiero (SPNF) en el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) siguiendo prácticas modernas de implementación de política fiscal en economías pequeñas y abiertas.

Posteriormente, en octubre de 2013, se publicó la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal donde se establecen nuevas reglas fiscales y, en enero de 2014, se publicó la metodología de cálculo del Resultado Económico Estructural del Sector Público no Financiero elaborada por Ghezzi y otros (2014).

En enero de 2016, se incorporaron mejoras en el cálculo del Resultado Económico Estructural, las cuales se justifican por los cambios estructurales que han experimentado los determinantes de las finanzas públicas del Perú en los últimos años.

GRÁFICO 1 Índice de precios de minería (índice 2007=100)

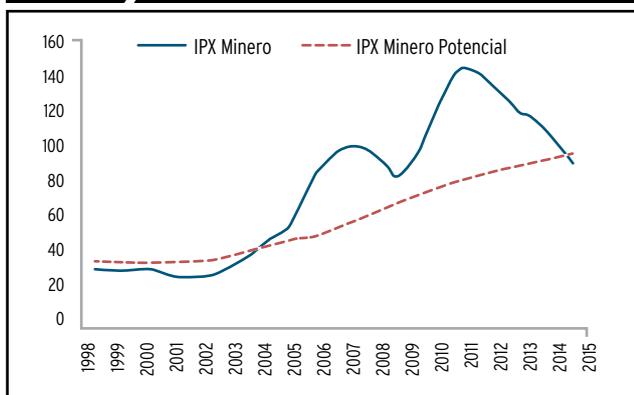
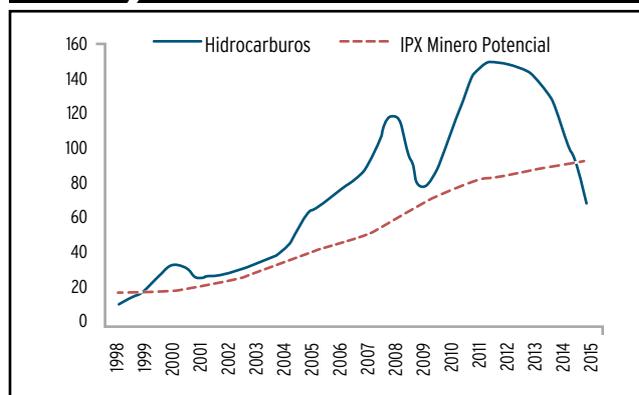


GRÁFICO 2 Índice de precios de hidrocarburos (índice 2007=100)



NOTA: ÍNDICE DE PRECIOS DE LASPEYRES Y EL PRECIO ESTRUCTURAL CORRESPONDE A UN PROMEDIO MÓVIL DE 15 PERIODOS.

FUENTE: MEF (2016).

¹ La regla básica actual establece que el déficit estructural del Sector Público No Financiero (SPNF) no puede exceder el 1% del PBI.

² Una descripción detallada de los conceptos desarrollados en este artículo se encuentra en el documento metodológico publicado por MEF (2016) "Metodología de cálculo del resultado económico estructural del sector público no financiero".

Entre los cambios sugeridos destaca el cálculo de los componentes del resultado económico cíclicamente ajustado asociado al ciclo de precios y al ciclo económico que se describen en las siguientes secciones (ver Cuadro 1).

EL RESULTADO ECONÓMICO ESTRUCTURAL (REE)

El REE del SPNF es un indicador que aísla los componentes transitorios y/o cíclicos de las finanzas públicas y evita que estas fluctuaciones se reflejen en una innecesaria volatilidad del presupuesto. Se debe tomar en consideración que los componentes transitorios a los que se hace referencia se relacionan con dos tipos de ciclos, el tradicional ciclo económico o del PBI y el ciclo de los precios de los productos mineros y de hidrocarburos, estos últimos tienen una alta importancia en las cuentas fiscales del Perú.

Por ejemplo, el Perú es una economía pequeña que exporta productos primarios al exterior, y por lo tanto, está expuesto a la volatilidad y a las fluctuaciones periódicas de los precios de las materias primas. Los ingresos del gobierno generados por el incremento transitorio de los precios de las materias primas forman parte del componente cíclico de los ingresos del gobierno; y no es deseable, desde la perspectiva de la sostenibilidad de las cuentas fiscales, que se realicen políticas de gasto permanente usando estos recursos pues, por definición, son transitorios.

El REE se calcula como la diferencia entre los ingresos estructurales y el gasto de gobierno del SPNF. En este cálculo, la variable fundamental son los ingresos estructurales los que, por definición, son no observables al representar la capacidad de generación de ingresos de largo plazo de la economía. Los ingresos estructurales se estiman haciendo uso de métodos estadísticos aplicados a

dos tipos de ingresos, los ingresos provenientes de los recursos naturales como minería e hidrocarburos y los ingresos totales. Ambos se explican a continuación.

INGRESOS ESTRUCTURALES DE LOS PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS DE EXPORTACIÓN

Los ingresos estructurales provenientes de los precios de los productos de exportación se estiman según el procedimiento usual que considera un factor de ajuste que, aplicado al ingreso corriente por materias primas, genera el ingreso estructural respectivo.

Los precios estructurales de minería e hidrocarburos son el insumo fundamental de este cálculo. Dichos precios se estiman mediante un método que considera la historia y la probable tendencia en el futuro de las series de minería e hidrocarburos. Para ello se utiliza un promedio móvil de 15 años³ (11 pasados, el actual y tres a futuro) de esos precios. Este intervalo de tiempo es suficiente para capturar algunas características deseables del precio estructural, entre los que destaca el hecho de que el precio estructural estimado no sea muy rígido y pueda, por lo tanto, reaccionar frente a los choques permanentes de manera razonable (ajuste progresivo). Este es el caso, por ejemplo, de la caída persistente y duradera de los precios de los minerales que se observa actualmente y que se manifiesta en el precio estructural estimado, y que la metodología anterior no capturaba adecuadamente.

Un aspecto resaltante de la metodología es que estima por separado los precios estructurales de los minerales e hidrocarburos. La justificación de la desagregación obedece a que estos dos componentes tienen una contribución diferente en la canasta de exportaciones de materias primas

GRÁFICO 3 ■ PBI potencial (Var. %.)

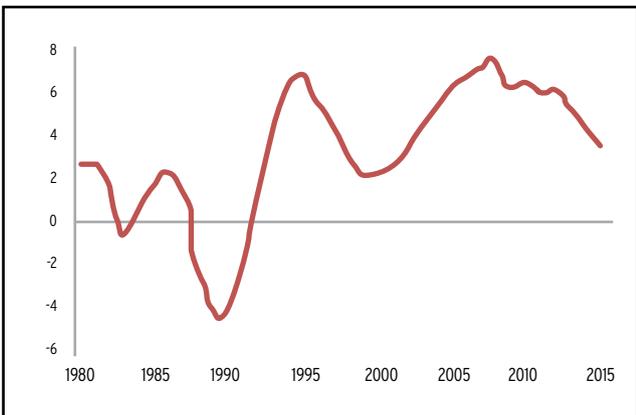
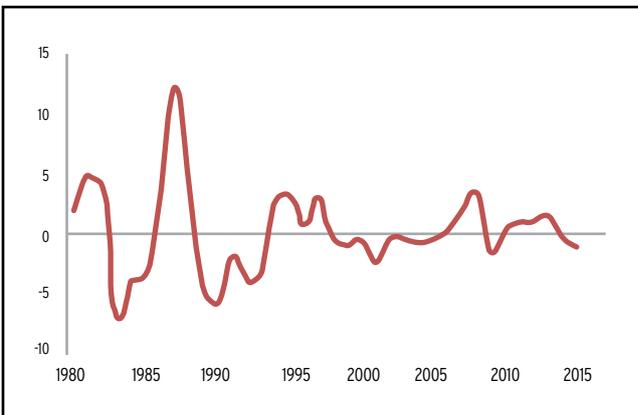


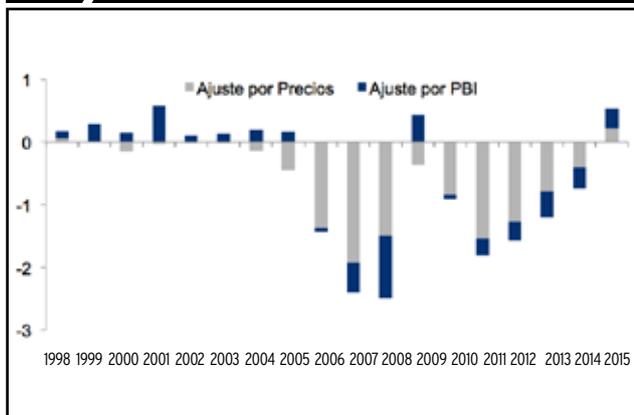
GRÁFICO 4 ■ Brecha de producto (% de PBI potencial)



NOTA: ESTIMADOS MEDIANTE EL MÉTODO DE FUNCIÓN DE PRODUCCIÓN Y BAXTER Y KING. FUENTE: MEF (2016).

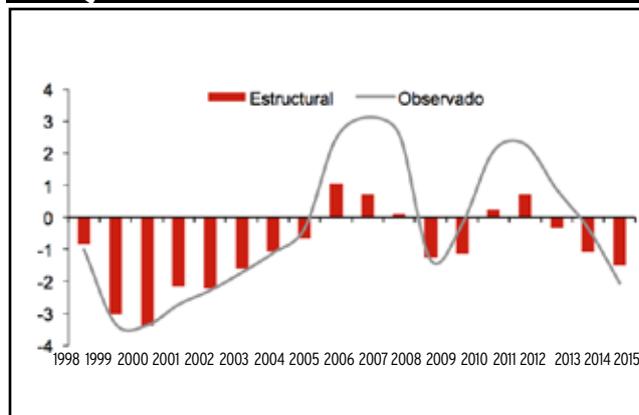
³ El uso de promedios móviles para estimar los precios estructurales es un procedimiento que se sigue en diversas economías como se reporta en FMI (2012).

GRÁFICO 5 ■ Contribución al ajuste de los Ingresos del Gobierno General según ciclo de precios y ciclo de PBI (% del PBI potencial)



FUENTE: MEF (2016).

GRÁFICO 6 ■ Resultado Económico^{1/} (% del PBI potencial)



y, además, su dinámica es diferente a lo largo del tiempo.

Otra característica que se incorpora en la construcción del índice de precios agregado es el control por los posibles cambios en la importancia relativa de cada uno de los metales y de los hidrocarburos en la canasta de exportaciones. El Perú tiene una estructura polimetálica en su canasta de exportaciones y la incorporación de ponderadores cambiantes (índice de Laspeyres), permite controlar los cambios de la canasta de consumo que se pueden registrar en escenarios de desaceleración mundial o cambios no esperados en la demanda por determinados minerales.

Con esta nueva metodología se encuentra que en 2015 los precios estructurales son mayores a los precios observados, lo cual implica una brecha de precios negativa y es consistente con la desaceleración persistente de los precios de minerales e hidrocarburos que se inició en 2011.

INGRESOS RELACIONADOS AL CICLO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los ingresos fiscales estructurales que se relacionan con la actividad económica se estiman siguiendo un procedimiento similar a los precios de exportación; es decir, se considera un factor de ajuste que, aplicado al ingreso corriente total, genera el ingreso estructural asociado a la actividad económica.

Similar al caso de los precios, el insumo fundamental en este caso es el producto potencial, que es no observable. Este se estima haciendo uso de un método que incorpora las características estructurales de la economía, y al mismo tiempo, reduce los potenciales sesgos de estimación de los métodos tradicionales, este método difiere del utilizado en la metodología anterior que solo consideraba el filtro de Hodrick y Prescott (ver Gráfico 3 y 4).

El PBI potencial se estima haciendo uso de una función de producción Cobb-Douglas que utiliza como insumos de producción a los niveles potenciales de los factores de producción (Capital, Trabajo y Productividad), estos últimos calculados mediante el filtro de Baxter y King (BK). De este modo, la función de producción captura las características del proceso productivo y del entorno macroeconómico que contempla el MMM, y el uso del filtro BK permite estimar indicadores de PBI potencial relativamente estables en los periodos finales, que son relevantes al ser periodos de evaluación de la política de gasto de gobierno.

Los resultados sugieren una brecha negativa del producto en los años 2014 y 2015, los cuales son consistentes con la desaceleración del crecimiento de la economía en los últimos años.

CARACTERÍSTICAS DEL RESULTADO ECONÓMICO ESTRUCTURAL

La metodología que se describe con detalle en el reporte técnico del MEF (2016) constituye una mejora respecto a la anterior en los siguientes aspectos:

- Incorpora experiencias previas del cálculo de cuentas estructurales como la metodología anterior del MEF, del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y del Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Reduce el componente procíclico del gasto público, pues establece la guía o resultado estructural en términos de PBI potencial y no del PBI observado.
- Busca brindarle mayor flexibilidad al cálculo estructural contando con la opinión técnica

del Consejo Fiscal. Esto es importante en un contexto macroeconómico tan volátil como el que enfrenta la economía peruana en la actualidad al permitir que la posición fiscal pueda ajustarse a eventos inesperados en el tiempo

- Explicita la exclusión de ingresos extraordinarios no explicados por el ciclo del PBI ni por el ciclo de los precios de materias primas dentro de la fórmula de ajuste cíclico; asimismo, se incluye el impacto de medidas tributarias adoptadas dentro del cálculo de los ingresos estructurales. Por ejemplo, no se incluyen dentro de la fórmula de ajuste cíclico los S/ 1 474 millones (0,3% del PBI) y S/ 1 274 millones (0,2% del PBI) que se recaudaron en 2014 por la venta de activos de Las Bambas y Petrobras respectivamente, mientras que los S/ 3 977 millones estimados por la SUNAT como costo fiscal de las medidas tributarias adoptadas a fines de 2014 se consideran como menores ingresos estructurales.
- El impulso fiscal, medido como la diferencia negativa entre el Resultado Primario estructural de un año respecto del previo, se calcula excluyendo partidas de gasto que, si bien se registran como un devengo del sector público, no tienen impacto inmediato sobre la actividad económica.

ALGUNAS IMPLICANCIAS

Una característica que se destaca de la nueva metodología es que captura la importancia relativa de las fluctuaciones de precios de los minerales e hidrocarburos en las fluctuaciones del ingreso del gobierno. De este modo, se puede ver que la contribución del ajuste por efectos del ciclo de precios

REFERENCIAS

- Bova, E., Kinda, T., Muthoora, P. y Toscani, F. (2015). "Fiscal Rules at a Glance". Fondo Monetario Internacional.
- Fondo Monetario Internacional (2012). "Macroeconomic Policy Frameworks for Resource-Rich Developing Countries". Policy Paper for the Executive Board.
- Ghezzi, P., Mendoza, W. y Seminario, B. (2014). "Metodología de cálculo del Resultado Fiscal Estructural del Sector Público no Financiero". Documentos de Investigación del Ministerio de Economía y Finanzas de Perú.
- Ministerio de Economía y Finanzas -MEF- (2016). "Metodología del cálculo del resultado económico estructural del sector público no financiero". Reporte técnico.
- Velasco, A., Arenas de Mesa, A., Rodríguez, J., Jorrat, M. y Gamboni, C. (2010). "El Enfoque de Balance Estructural en la Política Fiscal en Chile: Resultados, metodología y aplicación al período 2006-2009". Estudios de Finanzas Públicas de la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda de Chile, No. 15.

“ El promedio del Déficit Económico Estructural del Sector Público No Financiero para el período 1998-2015 es 1,0% del PBI potencial ”

de los minerales e hidrocarburos aplicado a los ingresos observados durante los años posteriores a 2004, ha sido explicada mayormente por el ciclo de precios, mientras que la contribución del ciclo económico ha tenido una menor importancia. Esta característica es deseable pues se estaría capturando la tendencia creciente de los precios de los minerales e hidrocarburos entre 2004 y 2011, lo cual permitió que los ingresos por minería e hidrocarburos lleguen a representar cerca del 20% de los ingresos fiscales.

Otra característica destacable es que el promedio del Déficit Económico Estructural del Sector Público No Financiero para el período 1998-2015 es 1,0% del PBI potencial. Este valor puede ser considerado como el déficit estructural de largo plazo del Perú, que puede ser utilizado para fundamentar que la regla fiscal siga una guía ex ante de 1% del PBI del déficit estructural en situaciones normales (ver Gráfico 5 y Gráfico 6).

RESUMEN

En enero de 2016 se actualizó el método de cálculo del resultado económico estructural. Estos ajustes metodológicos son usuales en otras economías y obedecen a la necesidad de incorporar cambios del entorno económico en el resultado estructural (Velasco y otros, 2010).

Los principales ajustes que incorpora el cálculo del REE del SPNF, se agrupan en tres puntos: en primer lugar, los ingresos relacionados a recursos naturales se dividen ahora en ingresos por minería y por hidrocarburos. En segundo lugar, se aplica el ajuste cíclico del PBI a todos los ingresos corrientes del Gobierno General y ya no solamente a los ingresos no vinculados a los recursos naturales. Finalmente, el Resultado Económico Estructural y la guía ex ante derivados de la propuesta se expresan como porcentaje del PBI potencial nominal, en la metodología anterior, se expresaban como como porcentaje del PBI nominal.

E

xportaciones Peruanas bajo un enfoque

PRIMARIO Y NO PRIMARIO

OMAR GHURRA*

La clasificación de las exportaciones en primarias y no primarias permitiría realizar un análisis de mayor profundidad intersectorial, ya que tanto el Producto Bruto Interno como las exportaciones tendrían una clasificación uniforme.



* Especialista en Análisis de Coyuntura del BCRP.
omar.ghurra@bcrp.gob.pe

El presente artículo busca complementar la presentación clásica de las exportaciones (desagregadas en tradicionales y no tradicionales¹) con una que desagrega entre sector primario y no primario.² Al ser el Producto Bruto Interno (PBI) presentado –entre otras clasificaciones³– bajo una categorización por sector (primario y no primario), la relación entre el PBI y las ventas al exterior podría ser utilizada para un análisis de mayor profundidad intersectorial.

En línea con lo mencionado, las exportaciones primarias han sido desagregadas en tres grandes rubros: agropecuarios⁴, pesqueros y minería e hidrocarburos. Por su parte, las exportaciones no primarias están asociadas a los envíos de productos manufactureros no primarios (productos alimenticios, textiles, químicos, maquinaria y equipo, artículos impresos, joyería, entre otros).

Las exportaciones del sector agropecuario incluyen productos agrícolas tradicionales (azúcar y café, principalmente) y diversos productos agropecuarios no tradicionales (frutas, cereales, legumbres, hortalizas –frescos o congelados–, entre otras). El sector pesquero comprende la harina de pescado y productos pesqueros no tradicionales frescos y congelados. El sector minería e hidrocarburos incluye principalmente los rubros mineros y petróleo y gas natural del sector exportador tradicional, así como productos siderometalúrgicos asociados a actividades primarias (alambrión de cobre, productos de zinc, barras de cobre, entre otros).

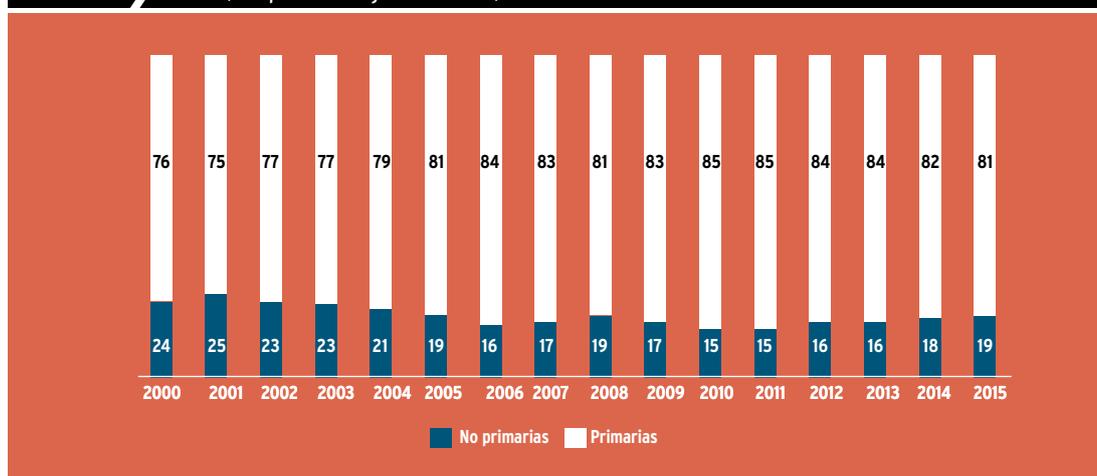
Entre los años 2000 y 2015, las exportaciones primarias tuvieron una participación promedio de 81 por ciento y las no primarias el restante 19

“ Las exportaciones primarias han crecido en 431 por ciento entre los años 2000 y 2015 ”

por ciento. Asimismo, se aprecia que la participación de los productos primarios aumentó de 76 por ciento en el año 2000 a 81 por ciento en 2015; mientras que los productos no primarios redujeron su participación de 24 a 19 por ciento en similar periodo. Este fenómeno estuvo asociado al boom de precios de los *commodities* y al impulso de las exportaciones de productos agropecuarios primarios en diferentes formas de presentación (gracias al boom agroexportador), factores que contribuyeron a la mayor participación de las exportaciones primarias (ver Gráfico 1).

En línea con lo anterior, en el Gráfico 2 se puede observar que la participación del rubro minería e hidrocarburos dentro de las exportaciones primarias se ha incrementado de 72 por ciento a 80 por ciento en el periodo 2000-2015. Se puede apreciar también que las exportaciones agropecuarias han

GRÁFICO 1 ■ Exportaciones (En porcentaje del total)



1 La lista de productos tradicionales fue establecida mediante el Decreto Supremo Nº 076-92-EF.

2 Cabe señalar que la clasificación de las exportaciones en primarias y no primarias no hace referencia a la tecnología incorporada ni a la complejidad en los productos exportados. Se toma en consideración la clasificación CIU, aunque no en su totalidad.

3 Otras desagregaciones del PBI se hacen por el método del gasto y del ingreso.

4 Incluye silvicultura.

GRÁFICO 2 ■ Composición de las exportaciones primarias
(En porcentaje del total)



CUADRO 1 ■ Exportaciones por grupo de actividad económica 1/
(Millones de US\$)

	Año		Estructura %		Diferencias	Var. %	Contribución al crecimiento
	2000	2015	2000	2015	15 años	15 años	15 años
I. EXPORTACIONES PRIMARIAS	5 234	27 773	76,4	81,3	22 539	430,7	329,1
Agropecuario 2/	408	3 338	6,0	9,8	2 930	718,1	42,8
Cereales, leguminosas y semillas oleaginosas 3/	21	281	0,3	0,8	259	1 215,7	3,8
Del cual:							
Quinua	0	144	0,0	0,4	144	-	2,1
Hortalizas, tubérculos y raíces	66	526	1,0	1,5	460	694,5	6,7
Del cual:							
Espárragos frescos	54	418	0,8	1,2	364	677,0	5,3
Frutas	40	1 659	0,6	4,9	1 619	4 031,8	23,6
Del cual:							
Uvas	6	700	0,1	2,1	694	-	10,1
Paltas	2	305	0,0	0,9	302	-	4,4
Mangos	23	196	0,3	0,6	173	741,9	2,5
Banano orgánico	0	145	0,0	0,4	145	-	2,1
Café	223	592	3,3	1,7	369	165,2	5,4
Pesca	1 051	2 100	15,3	6,1	1 049	99,8	15,3
Harina de pescado	874	1 149	12,8	3,4	275	31,4	4,0
Conservas de pescados, crustáceos y moluscos	166	926	2,4	2,7	760	458,2	11,1
Del cual:							
Pota congelada	24	197	0,3	0,6	173	725,6	2,5
Pota en conserva	1	164	0,0	0,5	163	-	2,4
Colas de langostino congeladas	5	113	0,1	0,3	108	-	1,6
Conchas de abanico congeladas	18	80	0,3	0,2	62	340,3	0,9
Minería e Hidrocarburos	3 774	22 335	55,1	65,4	18 561	491,8	271,0
Del cual:							
Cobre	933	8 175	13,6	23,9	7 242	776,6	105,7
Oro	1,145	6 537	16,7	19,1	5 392	471,1	78,7
II. EXPORTACIONES NO PRIMARIAS	1 616	6 375	23,6	18,7	4 760	294,6	69,5
Manufactura	1 616	6 375	23,6	18,7	4 760	294,6	69,5
Del cual:							
Productos alimenticios	303	2 002	4,4	5,9	1 699	560,4	24,8
Productos textiles	704	1 333	10,3	3,9	629	89,3	9,2
Del cual:							
Prendas de vestir	509	928	7,4	2,7	419	82,4	6,1
Sustancias y productos químicos, excepto fibras	125	807	1,8	2,4	682	545,5	10,0
Del cual:							
Sustancias químicas básicas	67	418	1,0	1,2	351	521,3	5,1
Productos de tocador y limpieza	33	158	0,5	0,5	125	373,8	1,8
III. TOTAL	6 849	34 148	100,0	100,0	27 299	398,6	398,6

1/ SOLO CONSIDERA EL RÉGIMEN DEFINITIVO DE EXPORTACIÓN. NO INCLUYE BUNKERS.

2/ INCLUYE LA SILVICULTURA.

3/ NO INCLUYE ARROZ.

FUENTE: SUNAT.

tenido una moderada evolución, pasando de 8 a 12 por ciento en similar periodo. Por su parte, las exportaciones pesqueras han disminuido su participación al pasar de 20 por ciento en el año 2000 a 8 por ciento en 2015.

Como se observa en el Cuadro 1, tanto los flujos de exportación primarios como no primarios se incrementaron entre los años 2000 y 2015 en US\$ 22 539 y US\$ 4 760 millones, respectivamente. En términos porcentuales, el incremento acumulado ha sido de 399 por ciento, teniendo las exportaciones de minería e hidrocarburos la mayor contribución al crecimiento con 271 por ciento, seguidas por las exportaciones no primarias con 70 por ciento. Las exportaciones agropecuarias, por su lado, tuvieron una contribución de 43 por ciento.

En el caso de los productos primarios, el mayor incremento registrado en el sector Minería e Hidrocarburos estuvo explicado principalmente por los mayores embarques de cobre y oro; comportamiento asociado principalmente al aumento de los precios internacionales y a la ejecución de grandes proyectos mineros.

El segundo mayor avance estuvo en el sector Agropecuario debido a la diversificación de las exportaciones de estos productos, las que pasaron de 158 partidas arancelarias exportadas en el año 2000 a 225 partidas en 2015. En este último caso, destacaron los embarques de uvas, café, espárragos frescos, paltas, mangos, banano orgánico, quinua, arándanos, mandarinas, cebollas, paprika, entre otros.

El tercer mayor incremento se dio en el sector Pesca, donde destacaron las mayores ventas de harina de pescado, pota (congelada y en conserva), conchas de abanico, colas de langostino, conservas de anchoas, entre otras.

En el caso de los productos no primarios, en el periodo de análisis, destacan las mayores ven-

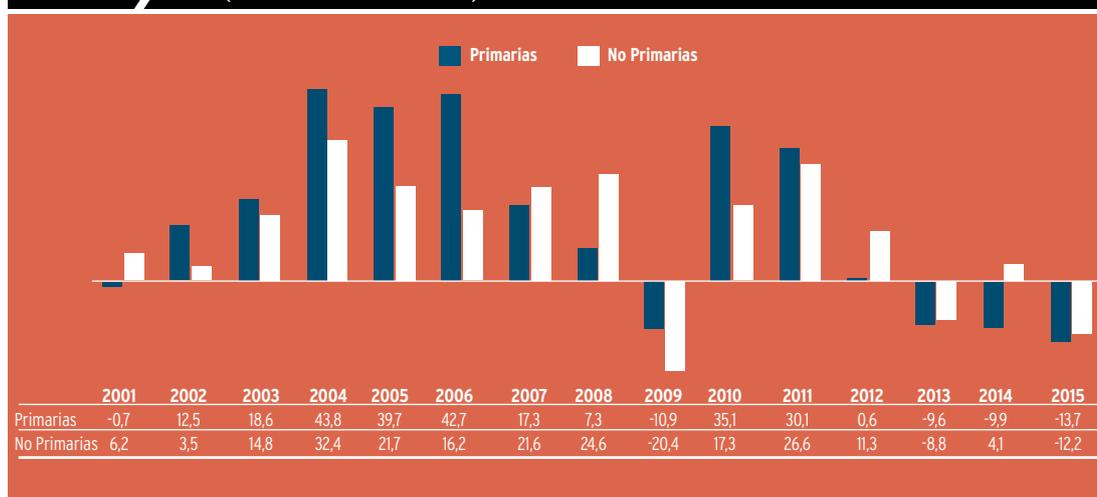
tas manufactureras de productos alimenticios (aceites y cacao, principalmente) de sustancias químicas básicas y de productos textiles (prendas de vestir). Adicionalmente, también destacaron las exportaciones de bebidas, cueros, productos de madera, artículos de papel y cartón, productos de plástico, cemento y maquinaria y equipo. La evolución favorable de estos embarques y de los envíos agropecuarios y pesqueros primarios es resultado de una mayor diversificación de mercados, de mejoras institucionales y de firmas de Tratados de Libre Comercio, entre otros factores.

Entre los años 2002 y 2008, tanto las exportaciones primarias como las no primarias registraron tasas de crecimiento positivas, las cuales se vieron interrumpidas por la crisis financiera internacional de 2009. Posteriormente, dichos rubros registraron una recuperación durante los tres años siguientes (entre 2010 y 2012) en un entorno de crecimiento de precios de *commodities*, principalmente oro y cobre. Recientemente, en el período 2013-2015, las exportaciones del sector primario han venido registrando caídas, mientras que las no primarias se redujeron tanto en 2013 como en 2015; evolución asociada a la desaceleración de China y de nuestros principales socios comerciales; así como a mayores depreciaciones reales relativas de nuestros competidores (ver Gráfico 3).

CONCLUSIÓN

La clasificación sectorial de las exportaciones en primarias y no primarias muestra una evolución favorable de ambos rubros desde el año 2000, registrando en 2015 un incremento acumulado de 399 por ciento. Este resultado ha sido producto de mayores precios internacionales, ejecución de proyectos mineros, diversificación de mercados, mejoras institucionales y firmas de Tratados de Libre Comercio (TLC) con diversos países.

GRÁFICO 3 ■ Exportaciones totales (Variación % anual)



Reseña del Tomo V del Compendio de HISTORIA ECONÓMICA DEL PERÚ

GONZALO PASTOR*

El volumen V de la historia económica, titulado *La Economía Peruana entre la Gran Depresión y el Reformismo Militar*¹, ofrece una revisión interesante y valiosa de las políticas económicas durante 1930-1980, y es probable que llegue a ser un texto de referencia para futuros análisis e investigaciones sobre dicho período. El caudal de información incluido en el libro hace difícil elaborar sobre cada capítulo en manera sumaria y balanceada en esta breve reseña bibliográfica. Ello no impide anotar algunas opiniones personales del autor sobre la contribución del libro al estudio de historia económica del Perú y los retos que genera en términos de futura investigación².



* Consultor internacional
just.gonzalo.pastor@gmail.com

¹ “La Economía Peruana entre la Gran Depresión y el Reformismo Militar”, tomo V, editor Carlos Contreras Carranza, BCRP & IEP, 672 páginas.

² El autor destaca “la valiosa contribución del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y el Instituto de Estudios Peruanos (IEP) en financiar y reunir contribuciones de estudio de un grupo vibrante de economistas e historiadores sobre un periodo tan importante para el Perú”. Los primeros 4 tomos de este Compendio están disponibles en el portal del BCRP.

Los temas/capítulos incluidos en el libro son variados y complementarios, incluyendo análisis: (i) de los factores externos y las políticas económicas domésticas que afectaron el desarrollo económico del Perú durante esos años (Felipe Zegarra); (ii) una breve historia de la agricultura peruana en términos de su contribución al crecimiento económico y a la generación de reservas internacionales (Nelson Manrique); (iii) el desarrollo del mercado interno y la dinámica demográfica durante esos tiempos (Miguel Jaramillo y Rosa Huamán); (iv) la evolución de los sectores extractivos domésticos, incluyendo su contribución al crecimiento de la economía y al crecimiento de las exportaciones (Juana Kuramoto y Manuel Glave); (v) la evolución de la política fiscal durante 1920-1980 (Luis Ponce); (vi) análisis de la magnitud y calidad del gasto fiscal ejecutado (Carlos Parodi); y (vii) un análisis de las políticas monetarias y cambiarias durante 1930-1980 (Gonzalo Pastor).

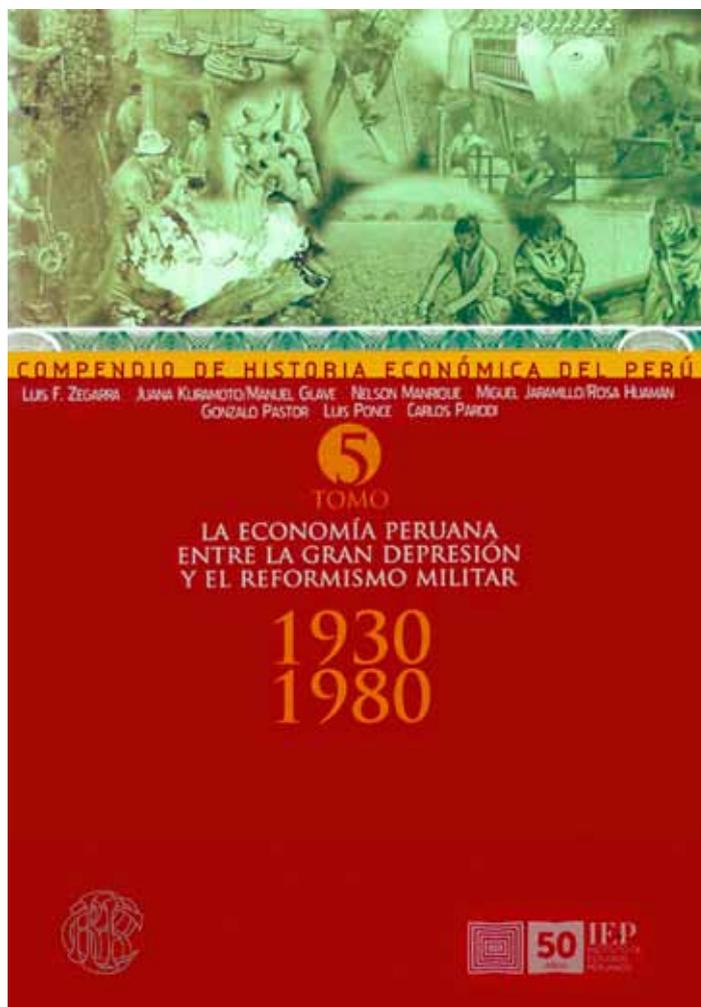
El caudal de información incluido en el libro hace difícil elaborar sobre cada capítulo en manera sumaria y balanceada en esta breve reseña bibliográfica, mas no impide anotar algunas opiniones personales del autor sobre la contribución del libro al estudio de historia económica del Perú, los retos que genera el libro en términos de futura investigación, y la valiosa contribución del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y el Instituto de Estudios Peruanos (IEP) en financiar y reunir contribuciones de estudio de un grupo vibrante de economistas e historiadores sobre un periodo tan importante para nuestro querido Perú.

I. ¿QUÉ APRENDEMOS DE ESTE LIBRO?

Tres temas principales:

El primero: que la economía peruana durante el periodo de estudio se movió en un entorno internacional particularmente difícil, con grandes guerras y transformaciones del sistema monetario internacional. Según lo descrito por los distintos autores, el periodo de referencia abarca grandes transformaciones a la economía mundial, incluyendo las secuelas de la Primera Guerra Mundial, la crisis de 1929, la Segunda Guerra Mundial (1939-1945), la Guerra de Corea (1950-1953), así como también el cambio de paradigmas económicos, incluyendo el colapso del patrón oro (a principios de 1930) y el ascenso y la caída del sistema Bretton Woods de tipos de cambio fijos (1945-1976).

Además, durante el periodo, el sistema monetario internacional se transformó luego de la Segunda Guerra Mundial con la creación del Fondo Monetario Internacional (FMI) y



el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF). El Fondo Monetario, en particular, desempeñó un papel activo en la implementación del concepto de mercados abiertos (open markets), producto de la Conferencia de Bretton Woods en Julio de 1945. El FMI fue también un bastión de resguardo contra los males de las devaluaciones competitivas entre países. Un punto a destacar es que el Perú fue uno de los 35 países miembros fundadores del FMI y el BIRF.

El segundo: que a través de estos 50 años de análisis, gobiernos peruanos de turno intentaron elevar el nivel de vida de la población, usando diversos paradigmas económicos, que no siempre tuvieron éxito. Los detalles de aquellos proyectos económicos están en el libro.

El tercero: que el papel que tuvo el Banco Central de Reserva del Perú, como fuente de asesoramiento técnico en materia de política monetaria y de tipo de cambio –así como sobre cuestiones macroeconómicas más amplias– a los gobiernos de turno, fue fundamental.

Dos ejemplos críticos sobre el acertado papel del banco central en el asesoramiento a los

gobiernos constituyen: (i) **la suspensión oportuna del patrón oro a principios de la década de 1930**, debido a su impacto deflacionario en la economía en un periodo en que la balanza comercial era fuertemente negativa. En esa instancia, las autoridades locales optaron por diferir con la asesoría técnica de la misión Kemmerer, que proponía la continuidad del patrón oro; y (ii) **la decisión del banco central en 1948 de suspender el sistema de tipo de cambio fijo del sol frente al dólar estadounidense, a pesar del “peso” internacional del Sistema de Bretton Woods de paridades fijas existente en esos años**. Al momento de la suspensión de la paridad del sol peruano frente al dólar, sólo Canadá era el otro ejemplo en el mundo de tipo de cambio flotante. La pregunta es pues: ¿Cómo es que, una economía pequeña como el Perú pudo contener la presión del sistema financiero internacional y decir “no” a la paridad? Ese, es el tema a desarrollar sobre historia económica. ¿Algún voluntario entre los lectores?

II. ¿CUÁLES SON LOS RETOS PARA FUTURA INVESTIGACIÓN HISTÓRICA DEL PERIODO?

Hay, por lo menos, tres áreas principales a profundizar en términos de la descripción y análisis. Estas son: (i) la política fiscal; (ii) la política monetaria y cambiaria, y (iii) la medición de la economía real durante este periodo.

Política fiscal

Algo a no perder de vista es el cambio de paradigma en términos de política tributaria, que pasó de una política fiscal basada en fuertes impuestos a las exportaciones, a una política impositiva con un mayor énfasis en impuestos a los ingresos y el consumo. En términos generales, y abstrayéndonos del problema del tipo de cambio, podemos decir que hasta de mediados de los años 50, habían fuertes impuestos a las exportaciones que posiblemente restaron competitividad a nuestras exportaciones. Después de esa década, el énfasis estuvo –y está– en el impuesto a la renta de las empresas e individuos, acompañada con impuestos al consumo final. Estos cambios en la naturaleza de la política tributaria reflejan un mar de análisis y cambio en el paradigma económico durante el siglo 20 que debemos tener presente cuando analizamos la política fiscal del periodo.

También, otro punto a considerar para futuras investigaciones se refiere a la política social del gasto público durante el periodo; tanto en alusión al papel del empleo público como, posiblemente, uno de los principales instrumentos de estrategia social de los gobiernos de turno; cuanto a la necesidad de investigar la

evolución (en términos reales o como porcentaje del PBI) de la inversión pública de manera detallada, pormenorizando los componentes sociales (educación, salud, seguridad) del concepto muy general y agregado de “Fomento y Obras Públicas”.

Un tercer punto en términos de política fiscal, es el obligado análisis de los déficits cuasi-fiscales durante el régimen militar (1968-1975), aún pendiente, y sus implicaciones para la economía. En suma, el análisis fiscal para ese periodo debe ir más allá de las paredes tradicionales de la posición financiera del gobierno central. Estos déficits cuasi-fiscales –que consolidan las operaciones financieras del banco central, el gobierno y las empresas públicas durante el gobierno militar– fueron el núcleo de los desequilibrios macroeconómicos durante esos tiempos.

La política monetaria y de tipo de cambio

Como se ha señalado en este artículo, un tema de historia económica a escribir se refiere a la capacidad y habilidad del Perú (las autoridades monetarias y fiscales) de mantener un sistema de tipo de cambio flotante durante prevalencia mundial del sistema de Bretton Woods de paridades fijas. Un segundo punto, producto de la revisión histórica de los hechos, es que **el impuesto inflación empieza con el régimen militar, no antes.** Los datos muestran que una tasa de inflación baja de dos dígitos fue el patrón observado durante la mayor parte del periodo cubierto por este libro. Sin embargo, este patrón o esquema se rompió en 1975-1980, cuando la tasa de inflación alcanzó alturas nunca antes observadas. Ese podría ser otro *paper* a escribir en términos de política monetaria.

“ El impuesto
inflación empieza con el
régimen militar ”

La economía real: retos de medición de los agregados macroeconómicos

Además de la valiosa contribución de Bruno Seminario y Arlette Beltrán en su trabajo de cuentas nacionales, y aquella del BCRP sobre indicadores de balanza de pagos, se necesita, tal vez, más investigación (o información complementaria) sobre la medición de la actividad económica y de las cuentas externas durante la primera mitad del siglo 20, e incluso de la década del 60, cuando la data no era tan robusta como lo es hoy en día.

Para dar una idea del problema, aquí se esboza un par de ejemplos de posibles dilemas de medición de las variables macro:

En primer lugar, una cuestión interesante para los estudiantes de economías modernas es la magnitud de los desequilibrios externos y/o internos (como proporción del PBI) que resultó, a veces, en acontecimientos desastrosos, incluyendo golpes de estado y los cambios de gobierno durante el periodo de análisis del Tomo V. Para los estudiantes de crisis de balanza de pagos recientes impulsadas por desequilibrios externos e internos a dos dígitos (como proporción del PBI), los desequilibrios enfrentados por las autoridades peruanas durante la mayor parte del periodo de estudio fueron más bien relativamente pequeños. Desequilibrios de balanza comercial o déficits fiscales de menos de 2 por ciento del PBI, así como caídas relativamente pequeñas en las tasas de inversión (de 14 a 12 por ciento del PBI), se consideran en la narrativa histórica como fuentes de gran malicia.

Ahora, si bien dichos desequilibrios coincidieron con tiempos difíciles y limitadas fuentes de financiamiento de los déficits externos y/o internos, la pregunta es si existe o no un problema de medición con las cuentas macro, que justifique un examen más detallado de los datos. Un caso en cuestión es la Primera Guerra Mundial (1914-1919), durante la cual, de acuerdo con los datos del PBI agregado, la economía se desaceleró rápidamente, a pesar de un aumento temporal del déficit público, tasas de inversión y términos de intercambio relativamente estables, y grandes superávits de balanza comercial. En resumen, la desaceleración del PBI real estimada por el lado de la oferta/producción es difícil de explicar a menos que haya habido una contracción masiva del consumo final de la economía que arrastró el crecimiento del PBI a un territorio casi negativo. Este es un ejemplo de posible inconsistencia de los datos macro.

Otro ejemplo de un rompecabezas de medición se refiere al cálculo del déficit externo de cuenta corriente durante el gobierno del

“ **Se necesita** mayor investigación sobre la medición de la actividad económica y de las cuentas externas durante la primera mitad del siglo XX ”

presidente Fernando Belaunde, que tal vez silenció (veló) una fuga de capitales masiva de la economía. Si bien podemos concordar que los desequilibrios fiscales (equivalentes a 3 por ciento del PBI) y las políticas económicas de sustitución de importaciones llevaron a un aumento de la inflación y problemas de balanza de pagos durante el gobierno de Belaunde. La gran magnitud del déficit de cuenta corriente reportada en las cuentas externas merece ponerse en tela de juicio y posiblemente refleje una clasificación errónea de los flujos financieros.

En particular, como lo reporta Luis Felipe Zegarra (página 77), los déficits en cuenta corriente reportados fueron más de tres veces los déficits comerciales. Para una economía en ese entonces, que enfrentaba un estancamiento de términos de intercambio y pequeño crecimiento, incluyendo caídas, en los volúmenes de exportación de minerales que deberían haber mermado la repatriación de utilidades al exterior, el déficit implícito de la cuenta de ingresos (repatriación de capitales) es difícil de racionalizar. También, grandes déficits de la balanza de servicios son difíciles de explicar dada su correlación con los flujos de comercio internacional.

Tal vez, durante el gobierno del presidente Belaunde, la magnitud del déficit de cuenta corriente fue menor que el reportado, mientras que la fuga de capitales fue mucho mayor a la registrada en las cuentas externas. Este es otro punto de reflexión y de posible futura investigación.



EL ARTE DEL *kené*

DE LA CERÁMICA DEL PUEBLO SHIPIBO-KONIBO

LA AUTORA ANALIZA EL ARTE MILENARIO DE LAS MUJERES *SHIPIBO-KONIBO*. ESTE SE PLASMA EN LA ELABORACIÓN DE LAS TINAJAS *JONI CHOMO* QUE EXPRESAN SU COMPLEJA COSMOLOGÍA EN LA QUE ESTE ARTE SE VINCULA CON EL RECICLAJE DE LA VIDA Y LA MUERTE. SU TÉCNICA REPLICA EL MOVIMIENTO DE LA ANACONDA CÓSMICA RONIN Y LAS PIEZAS SON PINTADAS CON COMPLEJOS DISEÑOS GEOMÉTRICOS, LLAMADOS *KENÉ*, QUE PARECEN ENVOLVER LOS CERAMIOS CON UN HIPNÓTICO HALO DE LUMINOSIDAD Y MOVIMIENTO.



LUISA ELVIRA BELAUDE*

* Museu Nacional - Universidad Federal de Río de Janeiro.

Desde hace varias décadas la cerámica hecha por las mujeres shipibo-konibo, habitantes de las riberas del río Ucayali, ha atraído la atención de investigadores internacionales debido a sus cualidades excepcionales. En lo que se refiere al pasado arqueológico, los estudios realizados por Lathrap (1985), Deboer y Scott (1987) muestran que el estilo de la alfarería shipibo-konibo actual tiene grandes semejanzas con la cerámica polícroma Cumancaya, desarrollada en las riberas del Ucayali entre 800 d.C. y 1600 d.C., lo cual confirma que las mujeres shipibo-konibo son las herederas de una tradición alfarera de más de mil doscientos años. Además de dar continuidad a un arte milenario, ellas están siempre dispuestas a innovar y crear nuevas piezas de alfarería para ofrecerlas a los turistas y coleccionistas. De esta manera, obtienen ingresos que les permiten garantizar un importante margen de independencia para valerse por sí mismas.

A principios de los años 80, la investigadora Angelika Gebhart-Sayer (1985; 1986; 1987) llevó a cabo un trabajo de campo en la comunidad de Caimito y estudió las técnicas de la alfarería shipibo-konibo. En su tesis, describe en detalle la serie de procedimientos técnicos involucrados en la producción de la masa de arcilla, el modelaje de la forma de los recipientes, el pintado de la superficie con diseños *kené*, la cocción y el acabado con copal y resinas de las vasijas utilizadas para cocinar y servir alimentos, así como para fermentar el “masato”, la cerveza de yuca consumida en grandes cantidades en las fiestas. La autora observa que existen más de veinte tipos de piezas de cocina y loza, y que la calidad de la arcilla y la forma de los recipientes es excepcional; sus paredes son delgadas, leves, resistentes y hasta flexibles cuando son sometidas a presión. El cuerpo de las vasijas está dividido en: *kexa* -la “boca” o el orificio por donde se introducen y se sirven los alimentos y las bebidas-, *kexba* -los “labios” o bordes del orificio-, *texo* -el “cuello”-, *poro* -el “estómago”- y *puenki* -el “fondo” elevado en que se apoya la vasija-.

A pesar de requerir grandes conocimientos y cuidados en su elaboración, las piezas de cerámica no son hechas para durar ni para ser admiradas colocadas en una repisa. El propósito principal de su manufactura es, según la autora, elevar a su más alto nivel el desarrollo intelectual, artístico y emocional de las mujeres y, así, consagrar su alta estima en la sociedad Shipibo-Konibo. La académica sostiene que, después de que una vasija es cubierta con diseños *kené*, ha cumplido su propósito principal y, por tanto, puede ser sometida a un uso robusto, vendida o regalada, y hasta puede ser quebrada en mil pedazos durante la algarabía de las fiestas.

Las investigadoras Dominique Temple (1992) y



FOTO 1: CHOMO CON DOS MARCOS PINTADOS CON DISEÑOS. ALTURA: 95CM, ANCHO: 64CM., FINALES DEL SIGLO XX, UCAYALI. COLECCIÓN MARTÍN CCORISAPRA.

Caroline Heath (2002) confirman que los esfuerzos dedicados a la manufactura de las piezas no conllevan al deseo de preservarlas por el mayor tiempo posible. Al contrario, las piezas más hermosas, como las grandes tinajas ceremoniales llamadas *chomo* (usadas para fermentar el masato durante las grandes fiestas) son descartadas después de las celebraciones, dejadas en un rincón debajo de la casa o, actualmente, vendidas a coleccionistas y turistas. La aceptación de que, inevitablemente, la cerámica está destinada a quebrarse, hace parte de su ciclo de vida. A menudo, las mujeres muelen pedazos de antiguas piezas encontradas alrededor de la casa o en la chacra para hacer la masa de arcilla de nuevas vasijas.

Este reciclaje de los materiales es consecuente con la importancia conceptual y espiritual de la figura de la anaconda, llamada *ronin*, el ser primordial que da origen al universo, y a las piezas de cerámica por medio de su movimiento serpenteante y circular, enroscándose sobre sí misma. La técnica para hacer las paredes de las piezas, usando rollos de arcilla, sigue este mismo movimiento y los diseños *kené* del decorado final de las vasijas están asociados a los diseños de las escamas de la piel de la anaconda. Además, así como las viejas vasijas dan paso a las nuevas, la anaconda cambia de piel y se rejuvenece regularmente, razones por las cuales constituye un ser fundacional de la filosofía indígena de las formas materiales y temporales puesta en acción

en la cerámica. Debido a la íntima relación entre la anaconda y los ríos, este ser también es considerado como la “madre” espiritual de las aguas. En quechua amazónico regional se le conoce con el nombre de *yacumama*.

Son muchos los temas de alcance conceptual presentes en la alfarería, pero en este artículo quisiera enfocarme en el proceso de decoración de las piezas con diseños *kené* para demostrar, con base a ejemplos, la complejidad y el refinamiento intelectual ejercidos por parte de las mujeres shipibo-konibo. Como señaló Angelika Gebhart-Sayer y los estudios posteriores confirmaron (Belaunde 2009), los diseños ejecutados reflejan una concepción de la geometría característica del pensamiento shipibo-konibo. Por ejemplo, forman estructuras de enrejados llamadas *kanoa*, siguen trayectorias *punte huixa* (rectilíneas) o *maya huixa* (curvas), que pueden estar dispuestas en pares simétricos *vui mana* (frente a frente) o *intaina* (atravesados). También existen líneas de diferente espesor y color. Típicamente, las redes de diseños son pintadas dentro de un marco, llamado *xate*. La mayoría de las líneas de un mismo espesor dentro de un marco forman un circuito cerrado y las líneas que quedan sueltas terminan en una pequeña figura triangular, oval o un rombo, llamada *vero*, lo que quiere decir “ojo” o “semilla”. Estas características aparentemente sencillas, permiten múltiples combinaciones de trazos y estilos con los que se pueden configurar mallas de diseños extremadamente diversos.

Cada pieza es única. Nunca dos vasijas están cubiertas con la misma combinación de diseños. La razón de esta asombrosa creatividad se debe a las posibilidades combinatorias de los trazos y también al hecho de que las mujeres no utilizan ninguna regla para medirlos y dependen enteramente de la precisión de su visión y la agudeza de su pensamiento, para planear y ejecutar sus diseños. Aunque las redes de diseños dan una impresión general de simetría, los trazos siempre contienen algunos elementos dispares que rompen la rigidez de una estricta simetría y generan una cierta impresión de confusión, que fascina e hipnotiza. Las mujeres cuentan que de niñas fueron “curadas” con unas plantas llamadas *waste*, en shipibo-konibo, y conocidas en la Amazonía peruana con el nombre de *piripiri*. Unas gotitas de *piripiri* son colocadas en el ombligo y en los ojos de las niñas para que puedan ver diseños en sus “pensamientos”; esta palabra en castellano es usada por los Shipibo-Konibo para traducir la palabra *xinan* que expresa una compleja relación entre la actividad intelectual, corporal, emocional, estética y moral de una persona. Las mujeres que no fueron tratadas con *piripiri* no tienen ideas propias de diseños y solo saben copiar los diseños de las demás. En cambio, las mujeres que fueron curadas con plantas, tienen “pensamientos” propios y saben conseguir

la combinación adecuada de elementos simétricos y asimétricos para alcanzar una impresión general de brillo y resplandor, nociones centrales de la estética shipibo-konibo expresadas en las palabras *biri* y *pene*. Por ejemplo, la reconocida ceramista Agustina Valera de la comunidad de San Francisco afirma lo siguiente:

Quando nos curamos los ojos con el piripiri tenemos sueños. Soñamos que estamos en medio de diseños elegantes y resplandecientes. A veces trabajamos con el espíritu del piripiri de noche. Diseñamos en nuestro sueño. Otras veces vemos a las yacumamas. Esto no ocurre así no más, esto es debido al piripiri con el que nos han curado. El que nos hagan aprender con piripiri no es algo reciente, desde tiempos antiguos tenemos piripiri (Valenzuela y Valera 2005:66).

Si miramos con atención las redes de diseños que cubren la superficie de una vasija, vemos que estas calzan las formas tridimensionales de la pieza. Esta es una marca distintiva de las grandes maestras diseñadoras, especialmente de aquellas que saben hacer las grandes tinajas ceremoniales *joni chomo* con rostro humano, generalmente femenino, que llevan diseños en varios marcos dibujados sobre diferentes partes del cuerpo, como el rostro, el pecho, el estómago y la espalda.

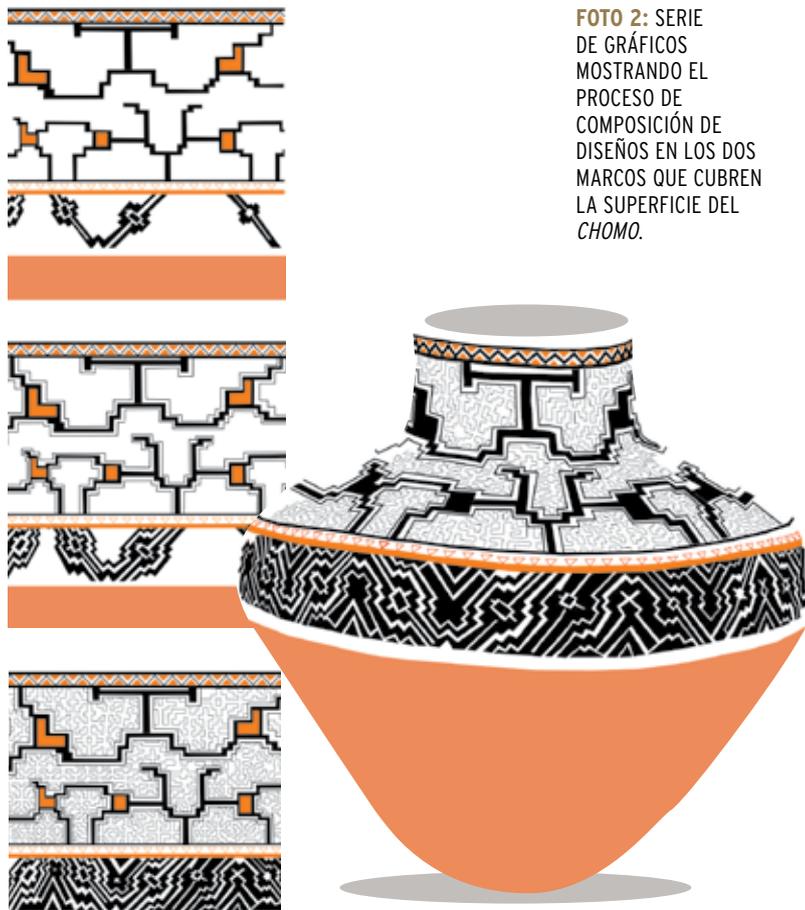


FOTO 2: SERIE DE GRÁFICOS MOSTRANDO EL PROCESO DE COMPOSICIÓN DE DISEÑOS EN LOS DOS MARCOS QUE CUBREN LA SUPERFICIE DEL *CHOMO*.

La ejecución de los diseños sigue un orden habitual. Normalmente, el primer paso es pintar diferentes áreas de la superficie de una cerámica con tierra de colores, blanca, marrón-rojizo o negro. Después, usando una astilla de madera o un pincel de cabellos, la artista dibuja los marcos dentro de los cuales pintará las redes de diseños. Enseguida, dentro de cada marco, pinta la trayectoria de una línea central gruesa hasta completar su recorrido tocando los bordes del marco. Posteriormente, haciendo trazos más delgados, pinta dos líneas que corren paralelas a cada lado de la línea más gruesa, como si se tratase de las márgenes de un río. Finalmente, rellena los espacios dejados en blanco con líneas bien finas y pinta las figuras creadas por la intersección de las líneas gruesas.

Los siguientes gráficos (fotos 1 y 2) ilustran el proceso de ejecución de las líneas de diferentes grosores dentro de los marcos que adornan la superficie de un *chomo* proveniente del bajo Ucayali.

La composición de las redes de diseños con líneas de diferentes grosores en cada uno de los marcos genera un efecto de contraste y un juego de luz entre fondo y figura, que captura la mirada de quien la ve. A su vez, la superposición de las líneas de diferentes grosores dentro de cada marco, da una impresión de profundidad y de existencia de diferentes planos superpuestos (Belaunde 2013). Las líneas más gruesas parecen estar más cerca del espectador, mientras las líneas más finas, que corren paralelas, parecen estar más alejadas. Finalmente, las líneas del relleno parecen estar en el plano más profundo. El conjunto de las líneas en los tres planos parece moverse, como si se estuviesen acercando a quien las ve. Este efecto de movimiento creado por los juegos de la luminosidad, *biri*, solo es producido por las maestras del *kené* que saben combinar creativamente los aspectos simétricos y asimétricos, que se entretajan para producir los contrastes entre fondo y figura. Cuando las líneas son excesivamente ordenadas, o mal hechas, se pierde el efecto. Por eso, como señalan las grandes maestras, es fundamental que las mujeres tengan sus propios “pensamientos” y no utilicen reglas para medir y copiar los trazos de los diseños hechos por las demás.

A continuación presento un gráfico (fotos 3 y 4) que reproduce el proceso de elaboración de los diseños al inverso, partiendo del plano más profundo del relleno hasta el plano más cercano de las líneas gruesas, de las redes de diseños de cada uno de los tres marcos que cubren el cuerpo de una tinaja ceremonial *joni chomo*: rostro, pecho y estómago. Típicamente, la parte correspondiente al cabello es pintada de negro para encuadrar la figura del rostro, que es modelada tridimensionalmente y pintada.

La serie gráfica nos permite apreciar la gran sofisticación de la técnica femenina que consigue calzar finamente las redes de diseños en los



diferentes marcos, dando la impresión de que, en cada uno de los marcos, hay diferentes planos de diseños que se están moviendo en dirección al espectador.

La complejidad de los efectos de contraste entre fondo y figura y la luminosidad de la composición total es tal, que envuelve el volumen de la tinaja en un halo de vida. Es como si se tratase de un ser animado; más precisamente, de una mujer bellamente adornada, cuyo cuerpo contiene y transforma la masa de yuca para ser servida en las fiestas. Según las palabras de la maestra Agustina Valera:

Los diseños somos nosotros mismos, nuestro propio río, todos nuestros adornos. Nunca los blancos ni ninguna otra gente poderosa podrá quitárnoslos (Valenzuela y Valera, 2005:64)

La red de diseños más grandes del marco del estómago, parece indicar que éste está lleno o hinchado, como cuando hinchamos un globo pintado con dibujos y estos se estiran a medida que crece el globo. Es como si se tratase de una mujer embarazada, pero, en este caso, su vientre está gestando la masa de yuca y fermentándola para servirla a los invitados. En la parte del pecho, la malla de diseños medianos parece indicar que éste está lleno de aire, como cuando respiramos y el pecho se levanta. Finalmente, los finos arabescos de diseños menudos del rostro parecen indicar que se trata de alguien concentrado, como una mujer de cuyos *xinan*, “pensamiento”, emana luminosidad.

FOTO 3: JONI CHOMO CON TRES MARCOS PINTADOS CON DISEÑOS. ALTURA 96 CM., ANCHO: 85 CM., 2010, PROVENIENTE DE LA COMUNIDAD CACO MACAYA, ALTO UCAYALI. COLECCIÓN LUISA ELVIRA BELAUDE.

Observo, además, que estas redes de diseños son pintadas en las piezas de arcilla antes de la cocción, que es realizada a cielo abierto, en una pira de leña incandescente. Como señala Temple (1992), la quema es un momento crucial puesto que cualquier falla de temperatura o el exceso de humo pueden manchar las piezas y dañar sus diseños, o hacerlas reventar y quebrar. Además, la mujer tiene que prepararse espiritualmente durante varios días antes de quemar sus piezas, respetando una dieta, llamada *sami*, durante la cual no puede consumir ciertos alimentos y debe mantener abstinencia sexual. Estas pruebas y restricciones son necesarias para garantizar el éxito de “los pensamientos” de la maestra ceramista y su materialización en las vasijas listas para ser usadas. La aparente precariedad del método de cocción de las piezas, además, hace parte de lo que les otorga su belleza puesto que solo las vasijas quemadas en una pira de leña, siguiendo todas las indicaciones heredadas de los antiguos, tienen la extraordinaria plasticidad y belleza de las obras maestras *shipibo-konibo*.

En los últimos años, algunas instituciones de desarrollo social en el Perú han promovido el uso de tornos y de hornos en las comunidades shipibo-konibo con la intención de aumentar la durabilidad de la arcilla y facilitar la producción en grandes cantidades de vasijas para el mercado turístico. Estos proyectos, por más bien intencionados que sean, pueden estar contribuyendo a la desvalorización de las técnicas ancestrales. Algunas mujeres jóvenes, sin la debida preparación ritual, están adoptando nuevas técnicas que, en lugar de cultivar su intelecto en el sentido shipibo-konibo, conducen a producir artículos de artesanía en masa. Sin embargo, las grandes maestras ceramistas saben que la confección de obras que destaquen por su incomparable sello de distinción, depende de la continuidad de los saberes y las prácticas heredadas de los antepasados. Ellas están abiertas a la experimentación con nuevas técnicas, pero no a perder la alta estima

que sus pensamientos les otorgan en la sociedad (Illius, 2002).

Termino este artículo recordando que el arte de hacer diseños *kené* del pueblo shipibo-konibo fue declarado patrimonio inmaterial de la Nación Peruana en 2008. Este fue un debido reconocimiento a la perseverancia, sabiduría y elegancia de la mujeres shipibo-konibo, cuya contribución a la elevación intelectual y estética de nuestro país es inestimable.



FOTO 4: SERIE DE GRÁFICOS MOSTRANDO EL PROCESO DE EJECUCIÓN DE LOS DISEÑOS AL INVERSO, EN LOS TRES MARCOS DE LA TINAJA, COMENZANDO POR EL ROSTRO, DESPUÉS EL PECHO Y EL ESTÓMAGO.

AGRADECIMIENTOS

A las mujeres *shipibo-konibo* por sus enseñanzas. También agradezco a Catherine Gayoso y Gérome Ibri por la realización de los trabajos gráficos. También agradezco a Martín Ccorisapra, Catherine Gayoso y Gerome Bri por la realización de los diseños.

REFERENCIAS

- **Belaunde, L. (2009).** Kene: arte, ciencia y tradición en diseño. Lima: Ministerio de Cultura.
- (2013). "Movimiento e profundidade no kene Shipibo-Konibo da Amazônia peruana". En: C. Severi e E. Lagrou (orgs.), *Quimeras em diálogo: grafismo e figuração na arte indígena*. Rio de Janeiro: 7 Letras, pp. 199-222.
- **DeBoer, W. R.; Scott J. (1987).** "Roots Revisited: The Origins of the Shipibo Art Style". En *Journal of Latin American Lore* 13 (1), pp. 115-132.
- **Gebhart-Sayer, A. (1984).** *The Cosmos Encoiled: Indian Art of the Peruvian Amazon*. Exhibition Catalogue, Center for Inter-American Relations, New York
- (1985) "The Geometric Designs of the Shipibo-Conibo in Ritual Context". En *Journal of Latin American Lore* II: 2, pp. 143-175.
- (1986) "Una terapia estética. Los diseños visionarios del ayahuasca entre los shipibo-conibo". En *América Indígena* 46 (1), pp. 189-218.
- (1987) *Die spitze des bewubsteins: untersuchungen zu weltbild und kunst der shipibo-konibo*. Klaus Renner Verlag, Hoenschtaftlam. Tesis de doctorado de la Universidad de Tuebingen.
- **Heath, C. ed. (2002).** *Una ventana hacia el infinito. Arte shipibo-konibo*. Libro de la exposición, Lima: ICPNA.
- **Illius (2002).** "Arte tradicional y comercial: Los shipibo-konibo". En: *Una ventana hacia el infinito*, Heath C. (ed.), Lima: ICPNA, pp. 55-58.
- **Lathrap, D. (1976).** *Shipibo Tourist Art*. En: *Ethnic and Tourist Arts: Cultural Expressions from the Fourth World*. N.H.H. Graburn (Ed), Berkeley 1976, p. 197-207
- (1985) "The Roots of the Shipibo Art Style: Three Waves on Imiriacochoa or There Were Incas Before the Incas". En: *Journal of Latin American Lore* 11 (1), pp. 31-119.



libros y certámenes

► PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL RECIBE PREMIOS INTERNACIONALES

Julio Velarde, presidente del Banco Central, recibió reconocimiento por parte de la revista *Latin Finance* como mejor banquero central de la región. Anteriormente, la revista *Global Finance* le otorgó la máxima calificación a nivel mundial.



► MONEDA DE S/ 1 ALUSIVA A LA CERÁMICA SHIPIBO-KONIBO

El presidente del Banco Central de Reserva del Perú, Julio Velarde, presentó la nueva moneda de S/ 1 alusiva a la cerámica Shipibo-Konibo, asentada principalmente en la región Ucayali. Esta pieza es la vigésimo quinta de la Serie Numismática Riqueza y Orgullo del Perú.

► SEMINARIO DE BRETTON WOODS

El 5 y 6 de julio se desarrolló la VII Conferencia Anual de Política Macroeconómica, organizada por el BCRP y el Comité de Reinvención de Bretton Woods (RBWC).



► REPORTE DE INFLACIÓN DE SETIEMBRE

Julio Velarde, presidente del BCRP, presentó el Reporte de Inflación de Setiembre 2016: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018, en una conferencia en la que participaron medios de comunicación locales e internacionales.

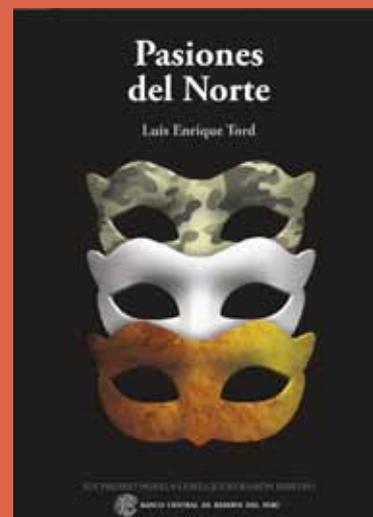
► CURSOS DE ACTUALIZACIÓN EN ECONOMÍA

El 1 de agosto se inauguraron los Cursos de Actualización en Economía dirigidos a docentes y estudiantes universitarios de centros superiores del interior del país. El curso para los estudiantes, busca reforzar sus conocimientos académicos y seleccionar a los mejores alumnos para participar en el 64° Curso de Extensión de Economía Avanzada 2017.



► ENCUENTRO ECONÓMICO REGIÓN AREQUIPA

Entre el 15 y el 16 de julio el BCRP llevó a cabo el Encuentro Económico Región Arequipa. En dicho encuentro que despertó gran interés en el sector público y privado de la región se analizó el potencial de desarrollo económico en sectores como minería, agroindustrial, textil, industria y energía de Arequipa.



PASIONES DEL NORTE LUIS ENRIQUE TORD

Ganador del XIX Concurso Novela Corta 2016 "Julio Ramón Ribeyro" del BCRP. *Pasiones del Norte* transcurre entre el periodo final del gobierno del general Manuel A. Odría y el inicio del de Manuel Prado Ugarteche, y entrelaza historias de amor y de política. Su protagonista, Juan Portocarrero, es un aprista joven que vuelve a su Trujillo natal luego de cinco años de estar preso en el Frontón. Ahora debe optar entre dos pasiones: la del amor por la hija de un terrateniente y la de sus ideas políticas.

De acuerdo con el acta del jurado que otorgó el Premio de Novela Corta "Julio Ramón Ribeyro" a Luis Enrique Tord, la obra fue distinguida "en mérito a su cuidada prosa, fluidez narrativa, discreta poesía, y la viva reconstrucción histórica del Trujillo de mediados del siglo XX, ciudad donde centra la acción".

CURSO DE EXTENSIÓN DE
**ECONOMÍA
AVANZADA**

2017

**55
AÑOS**

RECLUTANDO A LOS
MEJORES ECONOMISTAS
DEL PAÍS

FUNDAMENTOS

Econometría
Microeconometría
Macroeconomía Dinámica
Microeconomía Avanzada

CURSOS DE ESPECIALIZACIÓN

Economía Monetaria
Economía Internacional
Tópicos de Macroeconomía

CURSOS APLICADOS

Riesgos Bancarios y Regulación Macropudencial
Programación Financiera
Seminario de Políticas Públicas
Regulación Bancaria
Pronósticos Macroeconómicos

CURSO DE EXTENSIÓN DE
**FINANZAS
AVANZADAS**

2017

**10
AÑOS**

RECLUTANDO
A LOS MEJORES

HERRAMIENTAS Y TÉCNICAS

Herramientas Financieras
Matlab aplicado a Finanzas
Econometría Financiera

FUNDAMENTOS DE FINANZAS

Renta Fija
Derivados Financieros
Ingeniería Financiera
Modelos de Términos de Tasas de Interés
Riesgos Financieros

GESTIÓN DE INVERSIONES

Teoría de Portafolio
Asignación Estratégica de Activos

**OPERACIONES MONETARIAS Y REGULACIÓN
FINANCIERA**

Macroeconomía Monetaria
Sistema de Pagos
Regulación Bancaria
Estabilidad Financiera
Riesgos Bancarios y Regulación Macropudencial

MAYOR INFORMACIÓN:

www.bcrp.gob.pe

cursosextension@bcrp.gob.pe

(01) 6132023 (01) 6132495 (01) 6132000, anexo 22692

 Banco Central de Reserva del Perú



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



Firme y Feliz por la Unión

El 14 de febrero de 1863, el presidente Miguel de San Román dictó la ley mediante la cual se creó el "Sol" como unidad monetaria. La nueva moneda se acuñó en plata y tenía un diámetro de 37 milímetros y un peso de 25 gramos.

Anverso: Escudo Nacional con una corona de laureles, circundado por la leyenda "REPUBLICA PERUANA LIMA 9 DÉCIMOS FINO" y, en la parte central inferior, el año de acuñación.

Reverso: Alegoría de la Patria, representada por una mujer sentada, vestida con una túnica larga, conocida como "La Libertad Sentada". Sostiene en su mano izquierda una vara que lleva en la punta el gorro de la libertad. Su mano derecha se apoya en un escudo con un sol radiante.

Al lado izquierdo se observa una columna de capitel dórico envuelta con una cinta con la palabra "LIBERTAD". Esta imagen está rodeada por la leyenda: "FIRME Y FELIZ POR LA UNIÓN" y en el exergo se lee la denominación "UN SOL".



MUSEO NUMISMÁTICO DEL PERÚ

Jirón Junín 781, Lima