



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

100 AÑOS

HISTORIA DEL
**BANCO
CENTRAL**

Y LA POLÍTICA MONETARIA
DE PERÚ

TOMO II



Historia del

BANCO CENTRAL

y la Política Monetaria
de Perú

TOMO II

MARCO VEGA
LUIS FELIPE ZEGARRA
Editores

Página en blanco

CONTENIDO

Introducción	1
Capítulo 9: Fundamentos institucionales del BCRP y de su política monetaria (Luis Jácome)	5
Capítulo 10: La Gran Estabilización (Marylin Choy y Zenón Quispe)	49
Capítulo 11: El control de agregados monetarios 1990-2000 (Hugo Vega)	81
Capítulo 12: La política monetaria de fines de los años noventa: Algunas lecciones de las crisis asiática y rusa (Paul Castillo, Luis Jácome y Youel Rojas)	111
Capítulo 13: La transición del control de agregados monetarios al esquema de metas explícitas de inflación (Adrián Armas y Rocío Gondo)	145
Capítulo 14: El esquema de Metas de Inflación con control de riesgos (David Florián, Carlos Montoro y Fernando Pérez Forero)	169
Capítulo 15: Los retos de la banca central para los próximos años (Julio Velarde)	221

Página en blanco

INTRODUCCIÓN

Este segundo tomo de la historia del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y de la política monetaria de Perú cubre la etapa de modernización del ente emisor y de su política monetaria para convertirse en la institución madura que es hoy. Se puede decir en el presente que el BCRP es efectivamente una de las instituciones públicas peruanas de más alta reputación por haber logrado la estabilidad de precios y ser participe del esquema general de política macroeconómica que sostiene a la economía peruana.

La inflación fue un flagelo que los peruanos vivimos en las décadas anteriores a los noventa. Una economía caótica con alta inflación y desorden económico produjo altos niveles de pobreza. Se le atribuye a Margaret Thatcher decir en 1981, comentando sobre la inflación elevada en los países desarrollados: “La lección es clara. La inflación nos devalúa a todos”. Efectivamente, podemos decir que la inflación no solo devaluó el valor de la moneda peruana por casi dos décadas, sino que también devaluó a las instituciones encargadas de controlarla tanto como la moral de los peruanos. Sólo un cambio radical de régimen de política podía doblegar a la inflación. Es ese cambio radical el que se describe en este segundo tomo.

El tomo empieza con un análisis del camino tortuoso que se tuvo que pasar para lograr una independencia y autonomía efectivas. En el Capítulo 9, Luis Jácome analiza los fundamentos institucionales de la política monetaria en el Perú desde una perspectiva histórica, con énfasis en la independencia del Banco Central. Jácome destaca que el BCRP, al igual que los bancos centrales países de América Latina, recorrió un largo camino en que cumplió un rol de banco de desarrollo y fue un brazo de financiamiento del gobierno en un entorno de creciente inflación. Esto cambió a inicios de los años noventa, cuando el BCRP recibió el mandato de combatir la inflación con independencia del gobierno.

En el nuevo siglo, la independencia del BCRP devino en un pilar importante de la modernización de la política monetaria y fue un factor definitivo para alcanzar la inflación baja y estable que hoy respalda el desenvolvimiento de la economía peruana. Como marco analítico, el capítulo examina las leyes del BCRP que estuvieron en vigencia a lo largo del tiempo, así como las reformas de dichas leyes, con énfasis en cuatro criterios que componen un índice de independencia del banco central: la gobernanza del BCRP, su mandato legal, la autonomía para formular y ejecutar la política monetaria y las restricciones de crédito para financiar al gobierno. El capítulo concluye identificando áreas en las que se debería fortalecer la institucionalidad de la política monetaria en el Perú.

En el Capítulo 10, Marylin Choy y Zenón Quispe abordan la Gran Estabilización peruana, iniciada en agosto de 1990. El programa de estabilización combatió la hiperinflación y restituyó la función de señalización que tienen los precios relativos en el funcionamiento eficiente de la economía. Ello requirió la adopción de reformas institucionales que otorgaron la independencia y autonomía necesarias para que el BCRP pueda operar su política monetaria a fin de lograr el objetivo claro de estabilidad de precios sin estar atado a objetivos fiscales u otros emanados del Ejecutivo. Los autores recalcan además que el quiebre del régimen de dominancia fiscal imperante hasta agosto de 1990 para pasar a un régimen nuevo implicaba reformas para lograr disciplina fiscal. La estabilidad macroeconómica alcanzada se constituyó en el fundamento del crecimiento sostenido de la economía peruana.

Posteriormente en el Capítulo 11, Hugo Vega explora los elementos que determinaron la adopción del esquema de agregados monetarios para lograr la reducción de la inflación en el Perú. Luego de describir el contexto internacional y local en el que se optó por dicha estrategia, se pasa a considerar el objetivo de la política monetaria, en el periodo de estudio, y las opciones de régimen monetario disponibles. Posteriormente, se explica el marco analítico del control de agregados monetarios, su racionalidad y cómo ello llevó al desarrollo de instrumentos necesarios para su consecución exitosa. Finalmente, se discuten algunos de los problemas que surgieron con este esquema

Seguidamente en el Capítulo 12, Paul Castillo, Luis Jácome y Youel Rojas reseñan la respuesta de política monetaria del BCRP frente a la severa salida de capitales y la

profunda caída de los términos de intercambio que generó la crisis asiática y rusa, y ante el drástico choque doméstico de oferta producido por la anomalía climática conocida como El Niño a fines de los noventa. Se destaca cómo la mejora en los fundamentos macroeconómicos del Perú, reflejados en niveles de inflación de un dígito, una reducción substancial del déficit fiscal, y el incremento de reservas internacionales, facilitaron una respuesta efectiva del BCRP frente a los impactos de la crisis financiera externa. Se recalca, además, las bondades del marco institucional y un esquema de política monetaria creíble frente a la conmoción causada por El Niño, y cómo ello permitió al Banco Central inyectar liquidez en moneda extranjera y limitar la depreciación de la moneda nacional, lo que mitigó el impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero local.

La adopción del régimen de política monetaria conocido como Metas Explícitas de Inflación es abordado en el Capítulo 13. Adrián Armas y Rocío Gondo detallan la transición desde el control de agregados monetarios hacia el esquema de metas de inflación. Al bajar la inflación hacia niveles más cercanos a los internacionales, también se rompió la relación estable entre agregados monetarios e inflación por lo que el control de la inflación hacia adelante se estimaba que podría ser más complejo. El esquema de política monetaria necesitaba un rediseño. La crisis financiera que afectó la economía peruana a fines de los noventa llevó a una recesión severa, a una restricción crediticia y al peligro de una deflación prolongada. El BCRP necesitaba aplicar una política monetaria radicalmente expansiva, pero sin generar expectativas de inflación alta. Es entonces en que se adopta formalmente el esquema de metas de inflación.

En el Capítulo 14, David Florián, Carlos Montoro y Fernando Pérez Forero narran dos décadas del esquema de Metas Explícitas de Inflación como parte de la consolidación de las políticas de reforma estructural iniciadas en los noventa, luego de sufrir el periodo de hiperinflación. Dado que el diseño original de este esquema de política monetaria con una tasa de interés de referencia correspondía a economías con sistemas financieros más desarrollados, fue necesario adaptar el mismo a la economía peruana, y para ello se tomó en cuenta un adecuado manejo de liquidez, y el control de los riesgos asociados a la dolarización financiera, principalmente a través de encajes e intervención cambiaria.

Los autores relatan el episodio más reciente de la política monetaria del BCRP (2002 hasta mediados de 2021), con especial énfasis en las diferentes medidas de política

tomadas en cada momento, enmarcándolas en el contexto tanto doméstico como internacional. Destacan en este capítulo; el super ciclo de precios de materias primas (2004 en adelante) interrumpida por la Crisis Financiera Internacional (2008-2009), el Programa de Desdolarización (2014 en adelante) y la respuesta de política ante la pandemia del COVID-19. Lo anterior se puede englobar en lo que viene a ser la versión peruana del Marco Integrado de Política Monetaria.

Finalmente, en el capítulo 15, Julio Velarde analiza los principios básicos para tener una política monetaria exitosa. En particular el rol de un banco central de poder actuar en escenarios de riesgo.

CAPÍTULO 9

FUNDAMENTOS INSTITUCIONALES DEL BCRP Y DE SU POLÍTICA MONETARIA¹

Luis Jácome

1. Introducción

El comienzo de los años noventa marcó un hito en la historia monetaria del Perú. Como respuesta a una inflación sin precedentes que superó la tasa de 12 mil por ciento anual en agosto de 1990, el Gobierno implantó un programa económico de estabilización, al que acompañó reformas estructurales, entre ellas la aprobación de una nueva ley del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) el 30 de diciembre de 1992. Esta nueva legislación otorgó autonomía/independencia al BCRP para la formulación y ejecución de la política monetaria.² La ley estableció que el nuevo mandato del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria. Más aún, se estableció la prohibición de otorgar crédito al Gobierno, pilar fundamental de dicha independencia. Esta restricción crediticia fue elevada a nivel constitucional en 1993 con el objeto de hacer más difícil su reversión en el tiempo. La aprobación de la nueva ley del BCRP contribuyó a que Perú alcance estabilidad del nivel de precios después de pocos años.³

¹ Agradezco los comentarios de Marco Vega y Luis Felipe Zegarra, que fueron muy útiles en la preparación del capítulo. Cualquier error u omisión son de mi entera responsabilidad.

² En este capítulo se usan indistintamente los términos autonomía e independencia. Aunque, en rigor, estos dos términos tienen significados diferentes, en ambos casos su implicación es la misma para los propósitos del análisis, esto es, que la política monetaria no está subordinada al manejo económico del gobierno.

³ Este resultado no se habría alcanzado sin antes corregir el desequilibrio fiscal – el déficit del sector público no financiero con relación al PBI fue en promedio 8,5% en los años 1980s – y

El Perú se sumó así a la corriente de fortalecimiento institucional de la política monetaria en apogeo en otros países de América Latina—así como en otros países del mundo, independientemente de su nivel de desarrollo.⁴ Con una tasa de inflación promedio para el conjunto de la región del orden de 500% en 1990, otros países otorgaron también independencia al banco central. Chile lo había hecho en 1989 y luego El Salvador en 1991, mientras que Argentina, Colombia, Ecuador, Nicaragua y Venezuela aprobaron sendas reformas en 1992. El resto de los países de América Latina lo hicieron posteriormente, incluyendo a Brasil que solamente otorgó independencia a su Banco Central en 2021.⁵ En la mayoría de los casos, los países han preservado la independencia del banco central, con la excepción de Argentina, Ecuador, Venezuela y, en alguna medida, Bolivia, que no siguieron el mismo camino, pues sus gobiernos revirtieron, en mayor o menor medida, la independencia que habían otorgado con anterioridad al banco central.

La independencia del BCRP se estableció luego de décadas en que la política monetaria fue parte de la política económica del gobierno en general. Como varios otros bancos centrales en América Latina, el Banco de Reserva del Perú inicialmente y luego el BCRP fueron creados como instituciones con autonomía para manejar la política monetaria. A partir de los años treinta y, en particular, a raíz de que los severos efectos de la gran depresión indujeron al Gobierno peruano a usar la política monetaria para financiar la recuperación de la economía, el BCRP fue perdiendo su independencia política inicial. Y, si bien la inflación se mantuvo relativamente baja en las siguientes

mantener una política fiscal sana en adelante – este desequilibrio se redujo a 3% en promedio en los 1990s y alcanzó valores positivos en los años 2000s (Vtyurina, 2015).

⁴ Jácome (2001) destaca que el Fondo Monetario Internacional otorgó asistencia técnica para dotar de independencia legal al banco central a más de 70 países en desarrollo en todas las regiones del mundo durante los años noventa, incluyendo a 16 en América Latina, así como a todos los países que se desmembraron de la anterior Unión Soviética. En el mundo desarrollado, varios países concedieron independencia al banco central en los años noventa, como Inglaterra en 1997 y Japón y Corea del Sur en 1998. Así también, el Banco Central Europeo fue creado en 1998 con un alto grado de independencia.

⁵ Bolivia, Costa Rica, Paraguay y Uruguay lo hicieron en 1995, Honduras en 1996 y Guatemala y República Dominicana en 2001 y 2002, respectivamente.

décadas, hacia los años setenta el crecimiento de los precios tomó impulso hasta derivar en la hiperinflación de finales de los ochenta.

Este capítulo analiza los fundamentos institucionales de la política monetaria en el Perú desde una perspectiva histórica, con énfasis en la independencia del BCRP. El análisis complementa los trabajos previos realizados sobre la autonomía del BCRP por parte de Orrego (2007), Tuesta (2007) y Pérez Forero et al. (2007) y destaca que el BCRP recorrió un largo camino, hasta los inicios de los años noventa, cuando recibió el mandato de combatir la inflación con independencia del Gobierno para tomar decisiones de política monetaria y para ejecutarlas en forma autónoma. En el nuevo siglo, la independencia del BCRP devino en un pilar importante de la modernización de la política monetaria, incluyendo la adopción del régimen de metas de inflación, y fue un factor gravitante para alcanzar la inflación baja y estable que hoy respalda el desenvolvimiento de la economía peruana. Este éxito fue posible gracias a que la independencia del BCRP se ha mantenido y respetado a lo largo del tiempo, fruto de que la sociedad peruana llegó a un consenso respecto a que el BCRP concentre sus esfuerzos en preservar la estabilidad de precios y a evitar que el manejo monetario se contamine con los vaivenes de la política y sus posibles influencias en el corto plazo. Sin embargo, también es cierto que la estabilidad de precios en el Perú no se habría alcanzado sin el respaldo de un manejo fiscal responsable.

Para entender la naturaleza y la dimensión del concepto de independencia del banco central, la segunda sección de este capítulo explica su naturaleza conceptual. A continuación, la tercera sección analiza la evolución de las principales características institucionales de la política monetaria desde 1922 hasta los años ochenta. Por último, la cuarta sección examina la independencia otorgada a través de la reforma de 1992 e identifica áreas en las que se puede fortalecer hacia adelante la institucionalidad de la política monetaria. El capítulo se enfoca en la independencia legal del BCRP, pero también destaca la falta de independencia efectiva hasta 1992.

2. La Noción de Independencia de la Banca Central

La propuesta de institucionalizar la independencia de los bancos centrales nació en los años ochenta, inspirada en el Bundesbank de Alemania, ante la necesidad de combatir la

inflación que se registraba en los países avanzados en aquellos momentos.⁶ La noción de independencia fue así concebida como la autonomía del banco central en la formulación y ejecución de la política monetaria con respecto al Gobierno con un objetivo de estabilidad precios. Este concepto de independencia del banco central se mantuvo indiscutido por casi dos décadas en que existió inflación baja y estable en el mundo industrializado, lo que se llamó la “Gran Moderación”.

Pero luego sobrevino la crisis financiera de los países industrializados en 2007 – 2008. El costo elevado que esta crisis generó en esas economías, y el rol que cumplieron los bancos centrales para enfrentarla y para ayudar a los países a salir de la recesión en la que habían caído, generaron un cuestionamiento de la noción tradicional de independencia de la banca central. El argumento principal de esta nueva visión es que la independencia del banco central, tal cual fue concebida ya no es aplicable, puesto que ella fue establecida para una época diferente, cuando la inflación era alta y se había convertido en una distorsión para el buen funcionamiento de la economía.

Luego de la crisis financiera, en cambio, las economías industrializadas cayeron en un prolongado período de inflación y tasas de interés cercanas a cero y hasta negativas, y esto motivó que nazca una visión alternativa en la que la política monetaria se ocupa no sólo de evitar la inflación sino también en alguna medida de estimular la actividad económica. Así, por ejemplo, el expresidente del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, plantea que la independencia del banco central sigue siendo instrumental, pero sus límites deben determinarse en función de las condiciones económicas prevalecientes y no debe descartarse la coordinación de las políticas del banco central con otras agencias del Gobierno.⁷

En este capítulo, la independencia de la banca central se la concibe de la forma tradicional. En Perú, como en el resto de América Latina, ni la inflación ni la tasa de interés de política del banco central han caído por largos periodos a cero o a territorio

⁶ El Bundesbank tenía como mandato conducir la política monetaria con el fin de proteger la estabilidad de la moneda. Para ello, debía apoyar la política económica del gobierno federal, pero solamente en la medida que ésta fuera consistente con el objetivo de proteger la estabilidad de la moneda.

⁷ Bernanke (2019).

negativo y, por tanto, la política monetaria sigue siendo efectiva para influir sobre el mercado de dinero y el comportamiento de los precios en la economía. Por consiguiente, la independencia del banco central se la entiende como la libertad para tomar decisiones de política monetaria sin influencias políticas o del Gobierno (Walsh, 2008).⁸ La idea de otorgar independencia a los bancos centrales tiene como fin generar confianza en la formulación y ejecución de la política monetaria con el objeto de alcanzar o mantener estabilidad de los precios en la economía. Esta independencia es de naturaleza política, pues se trata de evitar que las decisiones monetarias y cambiarias puedan contaminarse con los ciclos electorales y los correspondientes intereses políticos de corto plazo. De esta manera, la política monetaria puede ser formulada con objetivos permanentes y horizontes de largo plazo, más allá de, si para ello, el banco central debe tomar decisiones que son en ese momento políticamente impopulares.

El sustento teórico y su aplicación

El valor de conferir independencia a los bancos centrales está arraigado en la teoría económica que siguió a la inflación generalizada que ocurrió en la década de los setenta. Los primeros modelos, llamados de inconsistencia temporal, de Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983), mostraron que los gobiernos que se enfrentan al dilema de tener inflación o desempleo eligen tener tasas de inflación superiores a las óptimas con el fin de alcanzar sus objetivos políticos de corto plazo. Esta preferencia genera un sesgo inflacionario en la economía. El trabajo posterior de Rogoff (1985) demostró que este sesgo inflacionario podría reducirse delegando las decisiones de política monetaria a un banquero central independiente y “conservador”, que es más adverso al riesgo que el gobierno. A su vez, los estudios de Walsh (1995) y Persson y Tabellini (1993) utilizaron un enfoque de “agente-principal” para demostrar que el banco central (el agente) actúa en interés del principal (la sociedad, representada por el gobierno) en el marco de un contrato con un objetivo bien definido, específicamente, una inflación baja. Esta clase diferente de modelos sugiere que los bancos centrales con estas características institucionales podrían lograr efectos importantes en los resultados de la inflación. Además, el enfoque de

⁸ Cuando los bancos centrales también realizan regulación y supervisión bancaria, la noción de independencia también se refiere a que no exista influencia del sector financiero.

“agente-principal” formalizó el criterio de establecer un sistema de pesos y contrapesos y, por tanto, establecer rendición de cuentas por la independencia otorgada al banco central. Este conjunto de contribuciones teóricas proporcionó el sustento analítico para la aprobación de la ola de reformas legales, referidas anteriormente, que otorgaron independencia a los bancos centrales en todo el mundo.

No obstante, el otorgamiento de independencia a los bancos centrales también fue cuestionado inicialmente. Los críticos de esta reforma argumentaron en contra de entregar un poder autónomo tan amplio a una institución cuyo gobierno no tiene un origen democrático y que, sin embargo, cuenta con la capacidad legal para tomar decisiones con una trascendencia que afecta al bienestar general – el déficit democrático de los bancos centrales como lo denominó Stiglitz (1998) – en la medida que tales decisiones afectan no sólo a la inflación, sino también al empleo y a la actividad económica. Esta crítica fue perdiendo valor en el tiempo ante la institucionalización de la rendición de cuentas por parte de los bancos centrales y por la creciente transparencia de la formulación e implementación de la política monetaria.

La independencia de la banca central se manifiesta en la práctica a través de cuatro rasgos característicos importantes. En primer lugar, y como punto de partida, al banco central se le asigna un mandato claro de mantener la estabilidad de los precios en la economía o, dicho de otra manera, una inflación baja y estable. Contribuir a preservar la estabilidad financiera es un objetivo complementario del banco central en algunos países. Establecer un claro mandato es necesario para que los agentes económicos entiendan cuál es el rol que cumple el banco central en la economía y qué objetivo persigue con sus decisiones de política. Un claro mandato es además importante para facilitar la rendición de cuentas del banco central, tarea que se dificulta en el caso que persiga múltiples objetivos.

En segundo lugar, el banco central debe contar con autonomía política en su estructura de gobierno. Con ello se busca desligar la toma de decisiones monetarias de los ciclos político-electorales a fin de evitar que tales decisiones estén contaminadas con criterios políticos de corto plazo que benefician al gobierno en funciones y que pueden generar un “sesgo inflacionario”. Para este efecto, es indispensable evitar que el gobierno controle el nombramiento y la remoción del gobernador y de los miembros del directorio

del banco central, quienes están a cargo de tomar las decisiones de política monetaria. En muchos países, nombrar y remover a estas autoridades es una responsabilidad compartida de los poderes ejecutivo y legislativo. Además, el término de su nombramiento debe, en lo posible, exceder la duración del período presidencial y/o realizarse de manera escalonada, a fin de evitar que un mismo gobierno nombre a la mayoría de los directores del banco central y, potencialmente, tenga influencia sobre las decisiones de política monetaria. Y en cuanto a la remoción de estas autoridades, es necesario establecer claramente las causales para que se dé tal remoción y las reglas para el debido proceso, sin que tales causales estén relacionadas con las decisiones de política monetaria.

Una tercera característica es que el banco central debe tener libertad para utilizar sin restricciones los instrumentos de política monetaria, a fin de cumplir con el mandato asignado. Es decir, debe contar con independencia operativa o de instrumentos. En particular, el banco central debe tener respaldo legal para ajustar sin interferencias su tasa de interés de corto plazo, a través de la cual influye en el resto de las tasas de interés en la economía y, por consiguiente, en la formación de precios y en la actividad económica. Igualmente importante, la ley debe restringir y hasta prohibir que el banco central financie el gasto del Gobierno. La prohibición de monetizar el déficit fiscal refleja el consenso, especialmente en América Latina, respecto a que dicho financiamiento ha sido a lo largo tiempo la causa principal de períodos de inflación crónica.

En cuarto lugar, la ley debe someter al banco central a rendir cuentas respecto al cumplimiento de su objetivo de política monetaria como contrapeso a la amplia autonomía otorgada. La rendición de cuentas se materializa, generalmente, requiriendo que el gobernador del banco central comparezca regularmente ante la legislatura para informar sobre la conducción de la política monetaria y el cumplimiento de su mandato. Además, el banco central debe diseminar esta información a la sociedad en general a través de un reporte de inflación y por la vía de otros canales de comunicación. Especialmente importante, los bancos centrales deben explicar tanto las decisiones de política monetaria adoptadas como las razones que respaldan tales decisiones, incluyendo su visión del desenvolvimiento esperado de la inflación y de otras variables macroeconómicas relevantes, así como los retos que el cumplimiento del objetivo de política enfrenta hacia adelante.

¿Cuán independientes son los bancos centrales?

Una respuesta a esta pregunta se la puede dar distinguiendo si un banco central cuenta con “independencia de objetivo” o si tiene “independencia de instrumentos”.⁹ La primera caracterización implica que el banco central tiene respaldo legal, tanto para fijar de manera autónoma del Gobierno su objetivo de política monetaria, típicamente la meta de inflación, como para usar sin restricciones sus instrumentos monetarios para alcanzar dicha meta. Esta amplia independencia la tienen el Banco de la Reserva Federal en Estados Unidos, así como los bancos centrales en la mayoría de los países de América Latina. Este alto grado de independencia tiene sustento teórico en el modelo del “banquero central conservador” propuesto por Rogoff. La segunda caracterización, en cambio, se refiere a que el banco central debe consultar con el Gobierno la fijación de su objetivo de política, pero mantiene total independencia para usar los instrumentos de política monetaria que son necesarios para alcanzar tal objetivo. Un ejemplo de “independencia de instrumentos” en nuestra región se encuentra en Brasil, donde la meta de inflación la fija el Consejo Monetario Nacional, presidido por el ministro de Finanzas. En los países avanzados, los bancos centrales en Nueva Zelanda y el Reino Unido tienen independencia de instrumentos. Este nivel de independencia más “acotada” fortalece el respaldo político a la autonomía del banco central porque constituye una forma de independencia delegada por autoridades elegidas democráticamente.

Durante las últimas tres décadas, ha ganado popularidad el uso de índices de independencia del banco central que se construyen a partir de la legislación de banca central. Estos índices también se utilizan para evaluar cambios en el tiempo en el nivel de independencia del banco central y para realizar comparaciones entre países. Los índices más conocidos son el de Grilli et al. (1991) y, sobre todo, el propuesto por Cukierman et al. (1992). Este último aplica cuatro criterios generales para evaluar el grado de independencia de un banco central y, como parte de ellos, 16 subcriterios valorados con diferentes ponderaciones para obtener un valor final que fluctúa en un rango entre 0 y 1. Los cuatro criterios generales son: (i) la modalidad de designación del gobernador del banco central, incluyendo las condiciones para su remoción; (ii) el mandato del banco

⁹ Esta distinción fue inicialmente propuesta por Debelle y Fischer (1994).

central; (iii) la autonomía para formular la política monetaria; y, (iv) las restricciones impuestas para la concesión de créditos al Gobierno y al sector público en general. La calificación es mayor cuanto más independiente del poder ejecutivo es el gobernador del banco central, cuanto más claro es el mandato de preservar la estabilidad de precios, cuanto mayor es la autonomía del banco central para formular su política monetaria y cuanto mayores son las restricciones para que el banco central conceda crédito al sector público, incluyendo al Gobierno.

Los cuatro criterios esbozados tienen ponderaciones específicas para el cálculo del índice de independencia del banco central. De los cuatro criterios generales, las restricciones al crédito al Gobierno tienen la mayor ponderación (50%). Este índice ha sido ampliamente utilizado en la literatura económica, a pesar de la crítica usual que se suele hacer a este tipo de índices por el uso de criterios cualitativos, dado que involucran un nivel de subjetividad, tanto en la selección de tales criterios, como en la valoración que a ellos se asigna. Con el paso de los años, el índice de Cukierman et al. ha sido ampliado en la literatura, incorporando en particular al resto de miembros del directorio del banco central en la evaluación de la independencia política del banco central, las condiciones de rendición de cuentas del banco central y el grado de transparencia de la política monetaria. Ejemplos en este sentido constituyen los índices utilizados por Crowe y Meade (2008) y por Jácome y Vázquez (2008) en un estudio que cubre América Latina y el Caribe.

El índice de Cukierman et al. (1992) y sus variaciones son por definición índices de independencia *legal* de los bancos centrales y no de independencia *efectiva*. Esto significa que no siempre las provisiones legales se cumplen en la práctica y, por tanto, que los bancos centrales tienen efectivamente menos autonomía que aquella que la ley les confiere para formular y ejecutar la política monetaria. Esta asimetría entre los dos tipos de independencia tiene validez en países con una débil institucionalidad y es relevante en los análisis empíricos que se hacen sobre el efecto de la independencia del banco central sobre la inflación. Para tomar en cuenta esta brecha entre independencia legal y efectiva, varios estudios utilizan la rotación de los gobernadores de bancos centrales como indicador aproximado de independencia efectiva, de manera que, cuanto menor es su rotación mayor es la independencia del banco central. Sin embargo, este indicador también está sujeto a crítica en el sentido que la permanencia prolongada en el cargo del

gobernador del banco central puede responder no tanto a su independencia del Gobierno sino a lo contrario en el caso de países presididos por gobernantes que se perpetúan en el poder. Tanto los índices de independencia legal del banco central como, en alguna medida, la rotación de los gobernadores de los bancos centrales, han sido utilizados en trabajos empíricos que buscan probar el impacto de otorgar independencia al banco central en el comportamiento de la inflación (ver Recuadro 9-1).

Recuadro 9-1

Independencia del Banco Central e Inflación—La Evidencia Empírica

Los análisis empíricos que apuntan a responder a la pregunta de si una mayor independencia del banco central ayuda a explicar una menor inflación se han multiplicado en los últimos treinta años. Los estudios pioneros fueron los de Bade y Parkin (1988), Alesina (1988), Grilli, et al. (1991), Cukierman (1992), Cukierman, et al. (1992) y Alesina y Summers (1993) utilizando diferentes índices de independencia de banca central. El indicador de independencia más usado en éstos y otros estudios realizados en los siguientes años es el de Cukierman et al. (1992). La conclusión de los estudios realizados durante los años noventa fue que los bancos centrales que son más independientes efectivamente tienen una menor inflación, pero sólo en los países avanzados (Berger et al., 2001 ofrece un resumen exhaustivo de estos estudios y sus resultados). Para los países en desarrollo, en cambio, no se encontró esta correlación negativa excepto cuando se utiliza alternativamente la tasa de rotación de gobernadores de banco central como variable explicativa, como una forma de capturar la independencia efectiva del banco central (Cukierman, 1992; Cukierman et al., 1992). Esta asimetría en los resultados fue atribuida a la brecha entre independencia legal y efectiva en los países en desarrollo. Sin embargo, los estudios más recientes, que evalúan períodos más largos de independencia del banco central en países en desarrollo y diferentes muestras de estas economías, confirman mayoritariamente la correlación negativa del índice de independencia legal e inflación controlando por diferentes variables (Arnove, et al., 2006; Klomp & de Haan, 2010; Bodea & Hicks, 2015; Garriga & Rodríguez, 2020). Dicha correlación también se encuentra a nivel regional (Cukierman et al., 2002; con relación a países de Europa del Este), incluyendo América Latina (Gutiérrez, 2003, con respecto a provisiones constitucionales relevantes y Jácome & Vázquez, 2008). La asociación de signo negativo de la independencia legal y la transparencia de la política monetaria con respecto a la inflación, y la correlación entre transparencia e inflación, en países avanzados y en desarrollo, también tiene respaldo empírico (Crowe & Meade, 2008; Dincer & Eichengreen, 2014).

No obstante, también hay estudios que plantean dudas sobre la validez de esta evidencia empírica. Con relación a los años noventa, un grupo de trabajos argumenta que los modelos estimados adolecen de problemas de variables omitidas (Posen, 1993; Loungani & Sheets, 1997; De Jong, 2002), pero esta debilidad ha sido abordada en estudios posteriores. Por otro lado, si bien la mayoría de los estudios empíricos encuentra una asociación negativa entre independencia de la política monetaria e inflación, no hay evidencia clara de que exista causalidad desde de la independencia del banco central hacia la inflación (Cukierman, 2008; Jácome & Vázquez, 2008).

3. Independencia del BCRP: 1922 – 1992

El Banco Central fue creado en 1922 como Banco de Reserva del Perú (BRP) mediante la aprobación de la Ley 4500. Fue el primer banco central en América Latina con el monopolio de emisión y con responsabilidades de giro, depósito y descuento, y sin tareas generales de banco comercial.¹⁰ El BRP se creó en momentos en que la comunidad internacional había alcanzado un consenso respecto a restablecer la estabilidad de los precios y de las tasas de cambio a nivel global mediante la adopción del patrón de cambio oro y de la convertibilidad de las monedas de los países.¹¹ Para ello era fundamental que los países cuenten con un banco central. Este consenso se manifestó en los acuerdos alcanzados en la conferencia de Bruselas en 1920 y en la conferencia de Génova en 1922. El Perú, sin embargo, no adoptó inicialmente el patrón de cambio oro, a diferencia de la mayoría de los bancos centrales que se crearon en los años veinte. La mayor parte de los otros bancos centrales de la región se crearon en el resto de la década y durante los años treinta (ver Gráfico 9-1).¹²

Luego de su primera década de vida, los fundamentos institucionales del BRP experimentaron sucesivos cambios, empezando con la transformación del BRP en el BCRP, hasta llegar a 1992 cuando se consagró en la ley el marco institucional de la política monetaria vigente en la actualidad. Fue un largo camino en el que el BCRP experimentó transformaciones institucionales a tono con el paradigma de banca central prevaleciente en cada época, y la política monetaria jugó un rol cambiante en el desenvolvimiento de la economía peruana. Para analizar esta evolución institucional, esta sección examina la evolución de la independencia con que el BRP y el BCRP contaron para formular y ejecutar la política monetaria durante los primeros 70 años de vida. El marco analítico utilizado es el propuesto y discutido en Cukierman (1992) que se concentra en cuatro aspectos principales expresados en la legislación monetaria: (i) el mandato entregado al BRP/BCRP; (ii) la independencia política con que contó el banco

¹⁰ Anteriormente existían el Banco do Brasil y el Banco Central de la República Oriental del Uruguay, que eran bancos comerciales con el monopolio de emisión.

¹¹ El patrón de cambio oro permitía que los países mantuvieran reservas en respaldo de la moneda emitida denominadas parcialmente en moneda extranjera. Para una explicación amplia del funcionamiento del patrón de cambio oro ver Kemmerer (1944) o Nurske (1985).

¹² Una revisión histórica de la creación de los bancos centrales de América Latina y en el contexto en que ella ocurrió se encuentra en Jácome (2023).

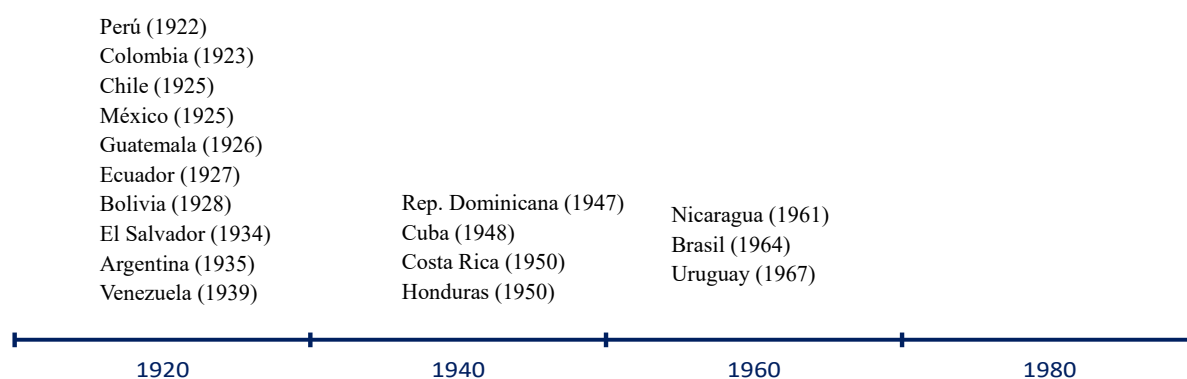
central para formular la política monetaria; (iii) su autonomía para ejecutar esta política, con énfasis en el control de los instrumentos monetarios; y, (iv) las restricciones impuestas al banco central para financiar el gasto fiscal.

Los primeros 10 años

La Ley 4500 no definió un mandato para el BRP. Alternativamente, estableció las funciones que su directorio debía cumplir (artículo 10) e identificó las operaciones que el BRP podía realizar para abastecer de dinero a la economía (artículo 11), además del privilegio de emitir con exclusividad billetes bancarios (artículo 13). Sin embargo, estaba implícito que el BRP debía mantener la confianza en la moneda luego de que, en el pasado y principalmente en el siglo XIX, las emisiones de papel moneda por parte de los bancos privados habían perdido credibilidad a causa de los excesos en el monto de emisión. Al mismo tiempo, la creación del Banco Central buscaba regular la circulación de dinero como medio de pago principal en la economía. El BRP reemplazó a la Junta de Vigilancia creada en 1914 para centralizar los activos que debían respaldar los llamados “cheques circulares”, que se crearon con carácter temporal y que devinieron en la principal forma de pago en la segunda década del siglo XIX.¹³ Con la creación del BRP, los billetes bancarios en circulación estaban respaldados con libras peruanas de oro, oro en barras, fondos efectivos en dólares en Nueva York y libras esterlinas en Londres, en una proporción no menor a 50% (artículo 15).

Gráfico 9-1

Fundación de la Banca Central en América Latina



Fuente: Página web de los bancos centrales.

¹³ Orrego (2007).

En principio, el BRP tenía independencia con respecto al Gobierno para la formulación y ejecución de la política monetaria. Su ley constitutiva determinaba que seis de los nueve miembros del directorio eran designados por los bancos comerciales privados, tanto nacionales como extranjeros.¹⁴ Los otros tres directores eran designados por el Gobierno, a pesar de que la propiedad del BRP estaba enteramente en manos de los bancos y el público. Además, si bien el presidente del BRP lo escogía su directorio, la elección era solamente entre los tres directores designados por el Gobierno, situación que le daba espacio al poder ejecutivo para influir en la formulación de la política monetaria. La composición del directorio del BRP era diferente a la de sus pares en la región – en su mayoría creados bajo las recomendaciones de las misiones Kemmerer.¹⁵ Así, en Chile, Colombia y Ecuador, la propiedad del banco central estaba en manos del Gobierno, los bancos privados y el público, pero los representantes del Gobierno estaban en minoría y, además, tenían sólo voz, pero no voto. Por lo tanto, carecían de influencia en la formulación de la política monetaria.

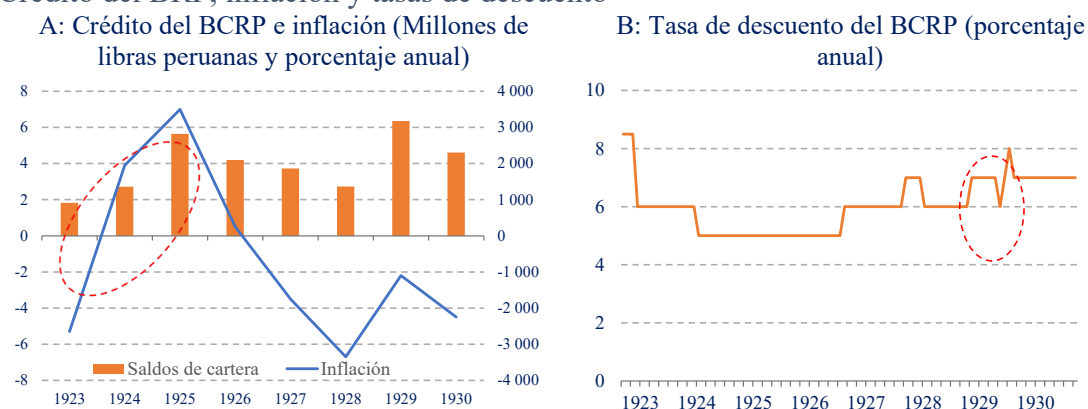
La independencia del BRP podía también ser menoscabada como consecuencia de la numerosa presencia de representantes de los bancos privados en el directorio del BRP. Esta composición del directorio podía incidir en que el descuento a los bancos crezca desmedidamente – algo que también sería favorable al Gobierno – tal como ocurrió en 1924 y 1925, en que al final de este período, el saldo de crédito se triplicó respecto a finales de 1923 (Gráfico 9-2, Panel A). Tan fuerte expansión del crédito podría haber influido en la aceleración de la inflación que ocurrió en esos dos años desde -5,3% en 1923 a 7% en 1925, la inflación más alta de la década desde que se creó el BRP.

¹⁴ De estos directores, cuatro eran nombrados por los bancos peruanos y dos por los bancos extranjeros (artículo 9).

¹⁵ Edwin Kemmerer era profesor de economía en la Universidad de Princeton y previamente había ayudado en la creación del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos. A Kemmerer lo llamaban el "médico del dinero" porque su trabajo tenía como objetivo evaluar las condiciones financieras de los países y proporcionar los remedios requeridos para la creación de bancos centrales dentro del patrón de cambio de oro.

Gráfico 9-2

Crédito del BRP, inflación y tasas de descuento



Nota: El valor de la tasa de descuento corresponde a las operaciones con vencimientos entre 30 y 90 días para el primer trimestre de 1923; a la tasa de las operaciones agrícolas con vencimientos menores a 90 días a partir de abril de 1923; a la tasa de los pagarés de los bancos y redescuentos comerciales con garantía de valores del Estado a partir de 1924; y a la tasa unificada para todas las operaciones a partir de finales de 1926 hasta finales de 1930.

Fuentes: Las cifras de crédito del BCRP corresponden a los saldos de cartera al fin del año tomados de la memoria anual del BCRP, al igual que el valor de las tasas de interés. Las cifras de inflación fueron tomadas del BCRP.

En cuanto al régimen de política monetaria, en la medida que el Perú no se había adherido al patrón de cambio oro, el BRP tenía libertad para ejecutar su política monetaria. Dado que el BRP no estaba obligado a asegurar la convertibilidad de la libra peruana (suspendida en 1914) a una tasa de cambio fija, al tiempo que mantenía abierta la cuenta de capital, podía tener control sobre sus instrumentos monetarios, el de crédito y la tasa de descuento, y ajustarlos discrecionalmente – el crédito en respuesta a la demanda privada y la tasa de descuento para moderar dicha demanda de crédito y para estabilizar la tasa de cambio. En cambio, los bancos centrales de los países vecinos, que debían asegurar la convertibilidad de sus monedas a un tipo de cambio fijo – a causa de su adhesión al patrón de cambio oro – en un ambiente de libre movimiento de capitales con el exterior, tenían restricciones para ejecutar su política monetaria. De esta manera, una reducción importante de la tasa de descuento, por debajo de su similar en Estados Unidos, era sólo sostenible en el corto plazo. Esto es porque, como resultado de la baja de la tasa de interés, se generaba una salida de capitales atraídos por el mayor retorno en el extranjero. En vista que el Banco Central vendía oro o las divisas que salían al exterior para mantener la convertibilidad de la moneda y la tasa de cambio fija, se generaba una contracción monetaria – en caso de que el respaldo a la emisión de moneda fuera insuficiente – y, por tanto, se revertía la baja original de la tasa de descuento, tal como lo

propone la teoría del “trilema”.¹⁶ La adhesión al patrón de cambio oro también determinaba que la balanza de pagos se ajuste automáticamente.¹⁷

Sin las restricciones que imponía la adhesión al patrón de cambio oro, el BRP expandió significativamente el crédito a los bancos en 1929 (Gráfico 9-2, Panel A), en circunstancias que la economía peruana enfrentaba el severo choque externo ocasionado por el colapso del mercado bursátil en Nueva York, cuyas consecuencias generaron una pérdida de divisas para la economía peruana.¹⁸ A su vez, la tasa de descuento se ajustó de forma errática entre marzo y noviembre de ese año; primero al alza, luego a la baja, inmediatamente al alza y nuevamente a la baja (Gráfico 9-2, Panel B). Por otro lado, el crédito del Banco Central al Gobierno no fue importante. El BRP no financiaba directamente el gasto fiscal, sino que, tanto los bancos como el público, descontaban papel del Gobierno en el BRP de acuerdo con las restricciones específicas establecidas en la ley.¹⁹

En 1930 la economía peruana entró en una fase contractiva a consecuencia de la Gran Depresión. La economía norteamericana, al igual que el resto del mundo, había empezado a decrecer en un ambiente de deflación y, con ello, tanto la demanda de las exportaciones peruanas como sus precios cayeron significativamente, generándose así una agudización de la caída en el ingreso de divisas y una sostenida depreciación de la moneda – del sol de oro, la moneda que había reemplazado en ese año a la libra peruana.²⁰

¹⁶ Esta teoría, propuesta por Fleming (1962) y Mundell (1963), también conocida como la “trinidad imposible”, argumenta que los países no pueden simultáneamente tener el tipo de cambio fijo, la cuenta de capital abierta y controlar su política monetaria. Los países sólo pueden dos de estas tres políticas.

¹⁷ Cuando estos países enfrentaban choques externos, reales o financieros y había una salida de divisas, la incapacidad de devaluar la moneda hacía que las reservas internacionales necesariamente disminuyan y, por tanto, que la oferta monetaria se contraiga. Como resultado, el tipo de interés aumentaba, atrayendo así capitales del exterior, que ayudaban a que se recuperen las reservas internacionales y la oferta monetaria y, en última instancia, a que se restablezca el equilibrio del sector externo. Por otro lado, el aumento de la tasa de interés tenía un efecto contractivo en el crédito bancario y, por ende, la demanda agregada disminuía dando lugar a una caída de las importaciones y al restablecimiento del equilibrio externo.

¹⁸ El saldo de la cartera descontada a los bancos se duplicó 1929 (Banco Central de Reserva del Perú, 1929, 1930).

¹⁹ Como excepción, la ley 6745 de 1930 autorizó al gobierno a descontar documentos en el BRP para financiar obras de irrigación y ferrocarriles.

²⁰ En febrero de 1930 se promulgó la Ley 6746 que creó el sol de oro.

El choque externo contribuyó a una contracción de la actividad económica de más de 10% del PBI,²¹ que mermó los ingresos fiscales aunque, al mismo tiempo, el Gobierno se benefició de una importante transferencia de dinero, producto del excedente generado por la reforma monetaria que creó el sol de oro.²² En conjunto, el deterioro externo e interno provocaron una pérdida de confianza en la capacidad de pago del Gobierno del Perú que imposibilitó la colocación de nuevos empréstitos externos. Lo que es más grave, el Gobierno debió suspender el servicio de la deuda externa en 1931.²³ Internamente, la suspensión de pagos del Banco de Perú y Londres – uno de los bancos más antiguos y grandes del país – fue un elemento adicional de perturbación económica. Frente a esta difícil situación, el BRP propuso ordenar el manejo de las finanzas públicas y, sobre todo, regresar al patrón oro y así restablecer la convertibilidad de la moneda con el objeto de estabilizar la economía. Tal como lo recoge la Memoria Anual de 1930, el Directorio del BRP juzgó que era “de gran conveniencia nacional solicitar del señor Profesor E.W. Kemmerer su autorizada opinión, invitándolo a hacer el estudio de los graves problemas relacionados con nuestro porvenir económico”.

La creación del Banco Central de Reserva del Perú

La visita de la misión Kemmerer a inicios de 1931 proporcionó los fundamentos para la redacción del Decreto-Ley 7137, que reorganizó el BRP y creó el BCRP, el nuevo banco central que abrió sus puertas en septiembre de ese año. Conjuntamente, se aprobó la Ley de Reforma Monetaria, Decreto-Ley 7126, que adoptó el patrón de cambio oro y la convertibilidad de la moneda y la Ley de Bancos a través del Decreto-Ley 7159 que creó la Superintendencia de Bancos. Para respaldar la convertibilidad del sol oro, el BCRP estaba obligado a mantener un encaje legal mínimo de 50% del conjunto de billetes en circulación y de sus depósitos – constituido por oro, depósitos en dólares y libras esterlinas, así como aceptaciones bancarias y monedas de plata en cantidades limitadas, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 68 de la ley – y establecía una penalización por incumplimiento de este requerimiento legal. La aprobación de estas tres leyes dio al

²¹ Braun Llona et al. (2000).

²² Ver Banco de Reserva del Perú (1931).

²³ Bolivia, Chile, Colombia y Uruguay también suspendieron el pago de sus obligaciones externas.

Perú un nuevo régimen monetario y financiero. Como complemento, la misión Kemmerer recomendó la adopción de leyes dirigidas a ordenar las finanzas públicas a fin de consolidar la estabilidad de la economía, pero éstas no fueron aprobadas.²⁴

El nuevo banco central nació con independencia, tanto con respecto al Gobierno como con relación a los bancos. El BCRP tenía arreglos institucionales y responsabilidades similares a sus pares en la región que fueron creados como resultado de las recomendaciones del Profesor Kemmerer en los años veinte. Según la ley 7137, el BCRP se estableció por un periodo inicial de 30 años contando con el Gobierno como accionista – propietario de un nuevo tipo de acciones, denominadas clase C (artículo 10).²⁵ Como los otros bancos centrales de la época, la ley no asignaba un mandato explícito al BCRP, sino solamente funciones. Sin embargo, al poner en vigencia la convertibilidad del sol a un tipo de cambio fijo, el BCRP implícitamente debía mantener la estabilidad interna y externa de la moneda. Para formular su política monetaria, había un directorio que se componía de 10 u 11 miembros (artículo 21). El presidente debía ser elegido por el mismo directorio, sin requerimiento de que sea un representante del Gobierno, como antes ocurría con el BRP. En cuanto a la composición del directorio, el Gobierno conservó el mismo número de representantes, en tanto que la representación de los bancos disminuyó a tres, dos elegidos por los bancos nacionales y uno por los bancos extranjeros. Además, el público que era accionista del BCRP, elegía un miembro del directorio. A su vez, el sector privado no bancario se incorporó al directorio con tres representantes (artículo 28).²⁶ A través de esta composición del directorio, se buscó reducir el poder del sector bancario en la formulación de la política monetaria y, alternativamente, dar cabida a otros actores económicos del país – habida cuenta que, además, uno de los representantes del Gobierno debía ser alguien “que simpatice con las aspiraciones de la clase obrera” (artículo 23). La Ley 7137 también elevó la categoría del Gerente General del BCRP, quien era nombrado y removido por el directorio con una mayoría calificada,

²⁴ Se trataba, específicamente, de “proyectos de ley sobre el régimen de impuestos, organización de las aduanas y de otras instituciones fiscales como la Contraloría y el Tesoro, y sobre el régimen de presupuesto” (Banco Central de Reserva del Perú, 1933)

²⁵ Las acciones de la clase A eran suscritas por los bancos comerciales (nacionales y extranjeros) y las acciones de la clase B por el público y los bancos comerciales.

²⁶ Ellos eran designados por la Sociedad Nacional Agraria, las Cámaras de Comercio y la Sociedad Nacional de Industrias.

por un tiempo que éste lo determine, nombrándolo representante legal del banco – junto al presidente o vicepresidente del directorio.

Al establecer la convertibilidad del sol oro a un tipo de cambio fijo y las restricciones para emitir moneda, la nueva legislación reforzó la independencia del BCRP, al tiempo que volvía endógena a la política monetaria, es decir que su autonomía estaba restringida con respecto al exterior, en la medida que se mantuviera abierta la cuenta de capital – tal como lo propone la hipótesis del trilema antes referida. Además, la Ley 7137 establecía restricciones para la concesión de crédito al fisco. Los papeles del Gobierno podían, bien sea ser redescontados por los bancos o aceptados como prenda por el Banco Central, pero no podían tener a un plazo mayor a tres meses y el monto total de dichos giros en el balance del BCRP no podía exceder el 20% de su capital (artículo 50). De esta manera, se dejaba espacio a la política monetaria para financiar la actividad económica del sector privado. Si bien la nueva legislación preservaba la independencia operativa de la política monetaria, en la práctica sí hubo episodios puntuales contrarios a la independencia del BCRP, como el uso de su capital como aporte del Gobierno para crear el Banco Agrícola y para aumentar el capital de la Caja de Ahorros de Lima.²⁷

El restablecimiento de la convertibilidad de la moneda fue fugaz pues se adoptó en medio de una profunda crisis económica global. El Perú abandonó oficialmente la convertibilidad del sol oro y el patrón de cambio oro en 1932. Al igual que en otros países de América Latina, la crisis internacional había provocado en la economía peruana una creciente demanda de oro y divisas y la pérdida de las reservas para respaldar la conversión de la moneda local a un tipo de cambio fijo. A su vez, la caída de las reservas internacionales generó una aguda contracción del circulante. Adicionalmente, la deflación importada del resto del mundo y la menor demanda de productos peruanos de exportación alimentaron la contracción de la economía. Dado que la tasa de cambio estaba fija, corregir el desequilibrio externo demandaba aumentar la tasa de descuento hasta conseguir revertir el drenaje de reservas internacionales y la contracción del circulante – el llamado ajuste automático de la balanza de pagos. Sin embargo, este ajuste era procíclico, es decir, inducía una contracción aún mayor de la economía, lo cual devenía

²⁷ Memorial Anual (BCRP, 1932)

en un costo económico y social cada vez más elevado. Este desenvolvimiento económico generó una corriente de opinión interna en favor del abandono del patrón de cambio oro y la convertibilidad de la moneda. Esta decisión se materializó finalmente en el mes de mayo de 1932, como ya lo habían hecho varios países avanzados y otras economías de la región.²⁸ Con ello se buscó recuperar la capacidad de la política económica interna para estimular la recuperación de la economía.

El inicio de la dominancia fiscal

En ausencia de espacio fiscal y sin capacidad para conseguir financiamiento interno o externo, la política monetaria fue el instrumento utilizado para evitar el colapso de la economía y para ser el motor de recuperación.²⁹ Para ello, se realizaron cambios a la ley del BCRP que, en lo fundamental, aumentaban la capacidad de financiamiento del Banco Central al Gobierno. Las leyes 7701 de 1933 y 7881 de 1934 incrementaron el cupo de giros a cargo del Gobierno que el BCRP podía descontar a los bancos o aceptarlos como prenda, desde un máximo equivalente a un mes de recaudaciones – de acuerdo con la Ley 7538 de 1932 – hasta tres y seis meses. Los requerimientos de crédito del Gobierno no constituyeron una fuente de conflicto con el Banco Central, como sí ocurrió por ejemplo en Chile en la misma época. Fueron operaciones acordadas por las partes, tal como lo recoge la Memoria del BCRP de 1933 (BCRP, 1934), donde el Banco Central expresa que “no ha podido permanecer extraño a las necesidades financieras del Estado. No estando habilitado aún el crédito externo, y teniendo que hacer frente el Gobierno a exigencias impostergables derivadas de la situación internacional que confrontaba el país, era inevitable que el Banco Central y las demás instituciones de crédito procedieran en armonía con los requerimientos de la hora”.

Si bien la política monetaria implantada en esos años resultó efectiva para reactivar la economía, no estuvo libre de costos. Luego de una contracción acumulada del

²⁸ Inglaterra abandonó el patrón de cambio oro en septiembre de 1931 y, seguidamente, lo hicieron los países escandinavos y Japón. En América Latina, Bolivia y Colombia lo hicieron en septiembre de ese año, en tanto que Ecuador y Chile hicieron lo propio en febrero y abril de 1932, respectivamente.

²⁹ Lo mismo pasó en otros países de América Latina que abandonaron el patrón de cambio oro (ver Jácome, 2015).

PBI real del orden de 17% entre 1930 y 1932, la economía peruana rebotó y creció 9% y cerca de 11% en 1933 y 1934, respectivamente. Sin embargo, la legislación emitida en estos años para estimular la reactivación económica significó un deterioro de la independencia del BCRP. Se inició así un período de dominancia fiscal que duró varias décadas. Si bien las provisiones legales para la concesión de crédito al Gobierno consagradas en la ley del BCRP no fueron revisadas mayormente a lo largo de este período, se emitieron leyes específicas que obligaron al Banco Central a conceder crédito al Gobierno en condiciones financieras favorables, eludiendo así las restricciones impuestas en la ley del BCRP. Las leyes 7760 y 7817 de 1933 fueron las primeras de una sucesión de leyes posteriores que autorizaron la concesión de préstamos dirigidos a financiar la defensa nacional en los siguientes años.³⁰ También se autorizaron operaciones de crédito a favor del Gobierno para financiar obras de infraestructura.³¹ Como consecuencia, el crédito del BCRP al Gobierno fue creciendo, convirtiéndose así en la partida más importante del activo de su balance – largamente mayor que las reservas internacionales – hasta llegar a casi 75% del total en 1945 (Gráfico 9-3).

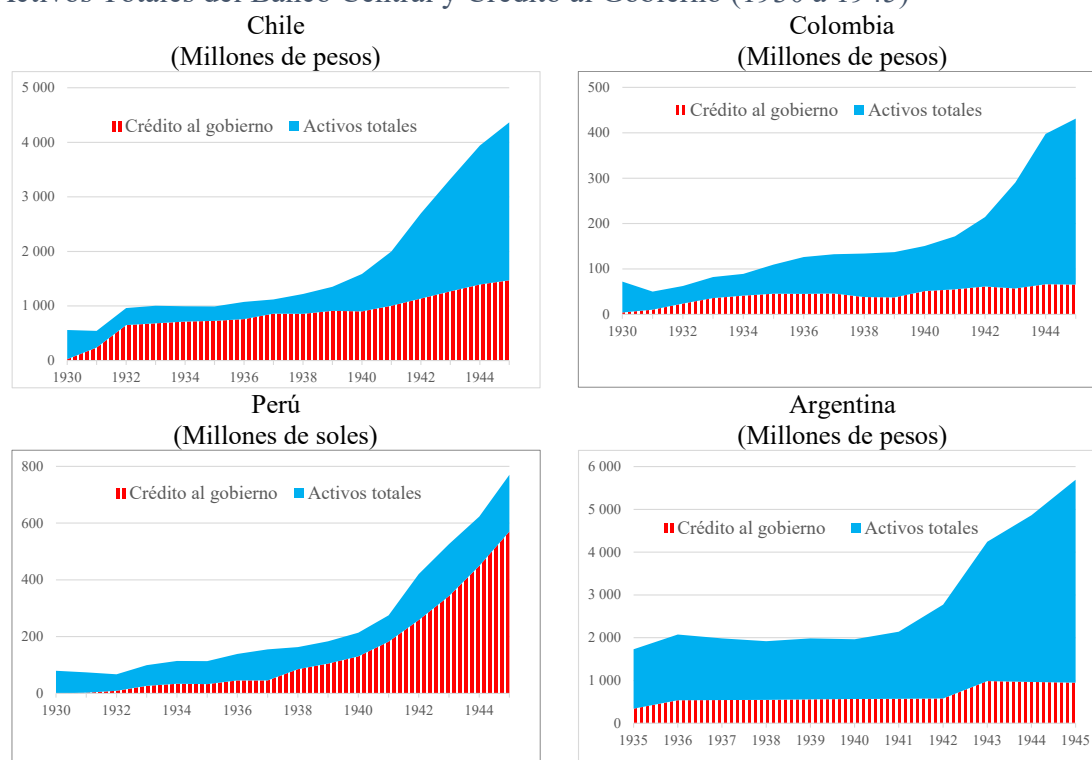
En una perspectiva regional, el financiamiento del gasto fiscal tuvo un comportamiento diferente. Mientras en el Perú la proporción del crédito en el total de activos creció casi monotónicamente, en Chile y Colombia, el crédito al gobierno alcanzó niveles de más de 70% del total de los activos cuando esas economías buscaban recuperarse del colapso causado por la Gran Depresión. Sin embargo, una vez conseguido ese objetivo, el flujo de crédito al Gobierno se moderó y su participación en el total de los activos empezó a declinar hasta llegar en 1945 a 34 y 15% en Chile y Colombia, respectivamente (Gráfico 9-3). En Argentina, en cambio, el financiamiento al Gobierno sólo comenzó a subir a partir de 1942, pero se mantuvo en niveles moderados hasta 1945.

³⁰ Con ese propósito se aprobaron las leyes 8040 y 8191 de 1936, 8612 de 1938, 8539 de 1937, 8803 y 8915 de 1939, 9312 de 1941 y 9713 de 1943.

³¹ Así, por ejemplo, la ley 8574 de 1937 autorizó al BCRP a otorgar un adelanto al Poder Ejecutivo para la construcción del Arsenal Naval y del puerto en la caleta Mataruni, la ley 8618 de 1938 para financiar el Terminal Marítimo del Callao y la ley 9033 de 1939 que amplía el financiamiento establecido en la ley 8574.

Gráfico 9-3

Activos Totales del Banco Central y Crédito al Gobierno (1930 a 1945)



Fuentes: Argentina, Chile y Perú: Memoria Anual del Banco Central. Colombia: Revista del Banco de la República (1930-1935) e Informe del Gerente a la Junta Directiva (1936-1945).

El flujo de financiamiento del BCRP al Gobierno se detuvo en 1946, luego que la Ley 10536 permitiera al Gobierno consolidar y reestructurar sus deudas con el BCRP. Otra medida importante que favoreció la autonomía de la política monetaria fue que la Ley 10523 del mismo año redujo a la sexta parte del total de los ingresos del Presupuesto General de la República el cupo máximo de giros a cargo del Gobierno que el BCRP podía descontar a los bancos o aceptarlos como prenda. Sin embargo, en la década de los cincuenta, se revirtió esta política y el Gobierno nuevamente recurrió al dinero del Banco Central para financiar tanto el gasto de defensa como la construcción de obras de infraestructura.³² El cupo máximo de giros a cargo del Gobierno que el BCRP podía descontar a los bancos o aceptarlos como prenda también fue modificado. Primero se lo incrementó a 25% de los ingresos del Presupuesto General de la República en 1954 (Ley 12083) y luego se bajó este límite nuevamente a un sexto de dichos ingresos en 1956 (Ley 12677). Como consecuencia, el crédito al Gobierno aumentó su participación en el total de activos del BCRP a 51% en 1960, luego de que había caído a 40% en 1950. No

³² Un listado de estas leyes se lo encuentra en la Memoria Anual de 1960 (BCRP, 1961).

obstante, a pesar del flujo de crédito al Gobierno, la inflación se mantuvo baja – con excepción de 1947 y 1948 en que alcanzó 30%– pues fue en promedio menos de 10% anual en promedio entre 1935 y 1959. En Argentina y Chile, en cambio, el banco central financió al Gobierno, pero la inflación aumentó en promedio a 17 y 24%, respectivamente, en el mismo período – con una tendencia ascendente, que llevó a la inflación a 30% en Argentina y a 50% en Chile en varios años de la década de los cincuenta, y a alcanzar tres dígitos en Argentina en 1959. Las causas de la baja inflación registrada en Perú ameritan ser analizadas pero su estudio está más allá del objeto de este capítulo.

La Ley Orgánica del BCRP de 1962

Una vez que se cumplieron los 30 años de vida que el Decreto Ley 7137 le había dado al BCRP, fue necesario promulgar una nueva ley que prolongue su existencia. Además, el Gobierno de esa época consideró que era necesario “modificar la normativa fundamental de la institución, a fin de ponerla más a tono con la técnica moderna y la evolución económica y social del país”.³³ Con este propósito se emitió la Ley 13958, que extendió el tiempo de vida del BCRP 20 años más, bajo exclusiva propiedad del Estado.

Si bien la nueva ley establecía que el BCRP es una institución autónoma, al mismo tiempo no le daba la suficiente independencia política para asegurar tal autonomía. El BCRP recibió un mandato en el que combinaba el objetivo de preservar la estabilidad monetaria con el de contribuir al desarrollo de la economía, sin establecer prioridad entre los dos objetivos. Específicamente, su mandato consistía en “preservar, con el apoyo de políticas fiscales y económicas adecuadas, la estabilidad monetaria y promover las condiciones crediticias y cambiarias que conduzcan al desarrollo ordenado de la economía nacional”. Este mandato dual formalizaba una práctica de política monetaria ya vigente en otros países de América Latina. En aquellos países, las reformas de las leyes de los bancos centrales existentes o la creación de los nuevos bancos centrales, en la mayoría de los casos, habían definido que el objetivo del banco central era mantener las condiciones monetarias y cambiarias más favorables al desarrollo ordenado de la

³³ Memoria Anual (BCRP, 1962).

economía, de manera que el objetivo de estabilidad monetaria o de precios quedaba relegado a un lugar secundario.³⁴ En todo caso, la nueva ley dejaba al BCRP en mejor posición que la mayoría de los otros bancos centrales de la región, en la medida que su mandato incluía el objetivo de estabilidad monetaria. Eran tiempos en que había un consenso de carácter keynesiano respecto a que era responsabilidad del Estado el manejo de la demanda agregada – y, por tanto, también de la política monetaria – para moderar el ciclo económico. También era importante el ascendiente que tenían en ese momento en los gobiernos de la región las propuestas de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), que asignaban al Estado, incluyendo al banco central, un rol preponderante en la dirección del desarrollo de la economía. Esta visión era incluso compartida por los expertos norteamericanos del Federal Reserve – la misiones Triffin y Grover – que habían sido invitadas por algunos gobiernos para asesorar en la modernización de sus bancos centrales.³⁵ Era un nuevo paradigma de la banca central que respondía, además, al criterio de que el “modelo Kemmerer” de banca central estaba asociado con el patrón de cambio oro en el que la política monetaria era fundamentalmente endógena y, que por tanto, no tenía validez en un mundo en el que los bancos centrales habían retomado el control de la política monetaria, pues si bien los tipos de cambio eran fundamentalmente fijos, los países hacían uso de controles de capital.

Por otro lado, aunque el BCRP pasó a ser propiedad del Estado, la forma de gobierno no cambió en lo fundamental con la nueva ley. El directorio del BCRP continuó compuesto en su mayoría por representantes del sector privado. De un total de nueve miembros, dos directores eran designados por los bancos comerciales y tres por los gremios de la producción – agricultura, industria y comercio. Los otros cuatro directores eran designados, tres por el Gobierno y uno por los bancos de fomento. Se conservó, de esta manera, el criterio recomendado en 1931 por la misión Kemmerer, de preservar un balance de poder en la composición del directorio del Banco Central para evitar que exista bien sea dominancia del Gobierno o del sector bancario. Se mantuvo así la independencia

³⁴ Jácome (2015).

³⁵ La misión Triffin visitó Paraguay, Guatemala y la República Dominicana a mediados de los años cuarenta y, más tarde, Honduras y Ecuador, mientras que la misión Grover visitó Colombia en 1949.

legal del BCRP y, con ello, la autonomía para formular la política monetaria, aunque no necesariamente con un claro objetivo de estabilidad de precios.

La autonomía del BCRP establecida en la ley tampoco se complementaba con independencia de instrumentos para ejecutar la política monetaria. La ley fijaba los valores mínimos para la tasa del encaje bancario, el principal instrumento de regulación monetaria y crediticia utilizado por los bancos centrales en esos años – 15% para los depósitos y obligaciones a la vista y 6% para los depósitos de ahorro y depósitos y obligaciones a plazos. Y si bien el BCRP quedaba autorizado para definir el método para el cálculo de estos encajes, los ajustes al alza de estas tasas – o una reversión de estos ajustes – sólo se podían hacer en acuerdo con el ministro de Hacienda. La ley también le permitía al BCRP realizar ajustes marginales a las tasas de encaje, diferenciar la tasa por moneda (nacional o extranjera) y discriminar entre bancos comerciales y de fomento y por región geográfica, todo esto en acuerdo con el ministro de Hacienda. De esta manera, el Gobierno tenía una gran influencia sobre la ejecución de la política monetaria en detrimento de la independencia del BCRP.³⁶

Y si bien la nueva ley restringió más la entrega de crédito al Gobierno, continuó la práctica de financiar el gasto fiscal y reestructurar las deudas existentes a través de la aprobación de legislación paralela, de manera que la independencia legal del BCRP no se traducía necesariamente en independencia efectiva. La Ley 13958 redujo el cupo de crédito al Gobierno a un doceavo de los ingresos ordinarios del Presupuesto General de la República, con el objeto de cubrir deficiencias estacionales de ingresos. Sin embargo, a lo largo de la década, se aprobaban sucesivas leyes que suspendieron el servicio de amortización de capital de las obligaciones del Gobierno Central – y en algunos casos de los intereses – con el BCRP y se reestructuraron tales obligaciones.³⁷ También se aprobó legislación para ampliar la entrega de crédito al Gobierno por razones estacionales, pero sin que dichas operaciones violen las restricciones impuestas en la ley del Banco Central.³⁸ Por último, la nueva ley permitió al Gobierno beneficiarse de una

³⁶ Artículos 66 a 69 de la Ley 13958.

³⁷ Ver los Decretos Leyes 14251 de 1962, 14780 de 1963, 15226 de 1964, 15771 de 1965, 16355 de 1966, 16906 y 17303 de 1968.

³⁸ Decreto Ley 15902 de 1966.

revalorización del oro, aunque los ingresos generados se utilizaron para cancelar obligaciones con el BCRP.³⁹

La ley del BCRP de 1962 fue revisada en varias ocasiones en los años sesenta y setenta. Tres cambios importantes se aprobaron en 1968 a través del Decreto Supremo 295-68-HC. Primero, este decreto confirió mayores poderes al Gobierno en la conformación del directorio del BCRP. El nuevo directorio pasó a estar conformado por 12 miembros, seis de ellos nominados y nombrados directamente por el Gobierno. Cuatro eran nombrados por el Gobierno a partir de ternas presentadas por las sociedades nacionales Agraria, de Industrias, de Minería y Petróleo y de Pesquería; uno de la terna que presentara la Confederación de Trabajadores del Perú, y un último director de las ternas que separadamente presentaran las asociaciones de cámaras de Comercio – de la República, de Lima y Nacional de Comerciantes. En segundo término, el decreto expandió el mandato del BCRP al requerir que las condiciones crediticias y cambiarias no sólo aseguren un desarrollo ordenado de la economía, sino que también “generen una alta tasa de crecimiento de la producción y el ingreso real y un elevado nivel de empleo” (artículo 1, b). Este objetivo adicional podía estar en conflicto con el mandato de estabilidad monetaria si la economía estaba bajo presiones inflacionarias y, por tanto, era necesario contraer la política monetaria. En tercer lugar, el decreto eliminó el requerimiento de que el ministro de Hacienda apruebe los ajustes a las tasas de encaje bancario, con lo cual se otorgó independencia de instrumentos del BCRP. Así mismo, durante la mayor parte de los años sesenta no se emitieron leyes o decretos dirigidos a refinanciar las deudas del fisco con el BCRP. Sin embargo, esta práctica se la retomó en 1968 y 1969.⁴⁰

Con el advenimiento de la nueva década, el BCRP perdió toda independencia legal para formular sus políticas. El Decreto-Ley 18240 aprobado en 1970 creó el Consejo de Política Monetaria y le asignó la responsabilidad de formular las políticas monetaria, cambiaria y de crédito. El Consejo estaba conformado por el ministro de Economía y Finanzas, quien lo presidía, el Director Superior del Ministerio de Economía y Finanzas, el Presidente del Directorio del BCRP, el Presidente del Directorio del Banco de la

³⁹ Artículo 102 de la ley.

⁴⁰ Ver la Ley 16906 y el Decreto Ley 17303.

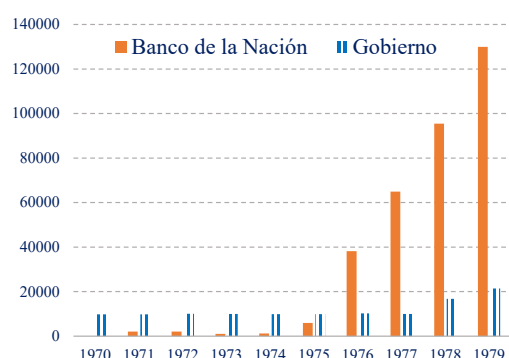
Nación, el Director General de Asuntos Económicos del Ministerio de Economía y Finanzas y el Superintendente de Banca y Seguros. El Consejo de Política Monetaria también tenía el mandato de analizar y aprobar la política de tasas de interés. Con ello, la independencia de instrumentos del BCRP fue totalmente anulada. En estos años, también hubo un cambio en la forma de financiamiento del BCRP al Gobierno. En lugar de que el parlamento siga emitiendo leyes especiales dirigidas a financiar el gasto público al margen de la ley del BCRP, el financiamiento se hizo de manera indirecta, a través de la entrega de crédito al Banco de la Nación. Este saldo era inexistente al comenzar los años setenta y aumentó significativamente en la segunda mitad de la década, mucho más que el crédito entregado al Gobierno, que estaba limitado por la ley del BCRP (Gráfico 9-4, Panel A). El flujo de crédito ascendió a 4% del PBI en 1976 y a 2,5% del PBI en promedio en el período 1976 – 1979. Dicho financiamiento alimentó una parte importante del crédito que el Banco de la Nación entregó al sector público en esos años (Gráfico 9-4, Panel B). Al mismo tiempo, la inflación aumentó monótonicamente a lo largo de la década, como nunca antes desde la creación del Banco Central.

Posteriormente, la Constitución de 1979 introdujo cambios importantes relacionados con el Banco Central. Especialmente relevante fue la tácita eliminación del Consejo de Política Monetaria, que devolvió al BCRP la responsabilidad de formular la política monetaria y su independencia de instrumentos. La constitución también modificó la estructura y la modalidad de nombramiento de los miembros del directorio del BCRP. Estableció que el Banco Central está gobernado por un directorio compuesto por siete miembros en el que se excluye al sector privado. Extendió a cinco años el período de funciones de los miembros del directorio y asignó al Senado la capacidad de confirmar el nombramiento del presidente del BCRP, y de nombrar directamente a tres miembros del directorio. El nombramiento de los otros tres directores quedó en manos del ejecutivo directamente (artículo 151). La constitución también estableció que los miembros del directorio sólo pueden ser removidos por el Senado “por falta grave” y no por el ejecutivo, con lo cual se fortaleció la independencia política del BCRP. Esta forma de gobierno del BCRP se mantiene hasta nuestros días. En cambio, la constitución no prohibió la entrega de crédito al Gobierno, como lo hizo, por ejemplo, la constitución en Chile en la misma época. Además, la constitución definió entre las funciones del BCRP el defender la estabilidad monetaria, pero no lo consagró como mandato (artículo 149).

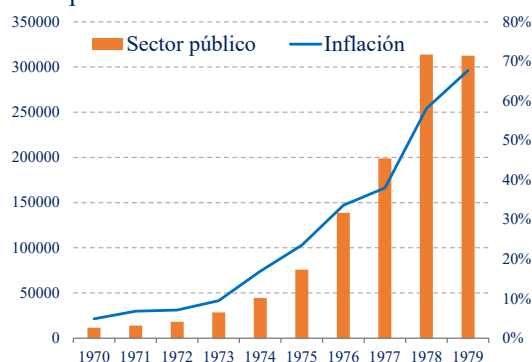
Gráfico 9-4

Crédito del BCRP y del Banco de la Nación

A: Crédito del BCRP al Banco de la Nación y al Gobierno. Millones de soles



B: Crédito del Banco de la Nación al sector público e inflación. Millones de soles



Fuente: Memorias anuales del BCRP para las operaciones de crédito y BCRP para inflación.

En suma, la nueva constitución reversó en parte el deterioro de la independencia del BCRP que se venía registrando desde 1968. La dominancia fiscal siguió vigente en la década de los ochenta y, por tanto, su independencia efectiva no mejoró. Por el contrario, la política monetaria jugó un rol pasivo frente a la política fiscal expansiva vigente durante la mayor parte de la década – algo que también ocurrió en la mayor parte del resto de países de América Latina. Una mirada al balance del BCRP muestra que su evolución estuvo determinada por los cambios en el activo (“*asset-driven balance sheet*”).⁴¹ En la primera mitad de la década, el BCRP acomodó la expansión fiscal, tanto porque concedió crédito directo al Gobierno a través de leyes especiales, como porque se aprobaron sucesivas leyes que le permitieron al Gobierno consolidar y no pagar sus deudas con el BCRP, así como aquellas contraídas indirectamente a través del Banco de la Nación que pasaron a ser acreencias del BCRP (Gráfico 9-5, Panel A).⁴² Como resultado, los saldos de crédito al Gobierno se mantuvieron altos. Además, el vencimiento de la deuda refinanciada se extendió hasta 100 años y la tasa de interés fue sólo de 1/10 de 1%. Estas

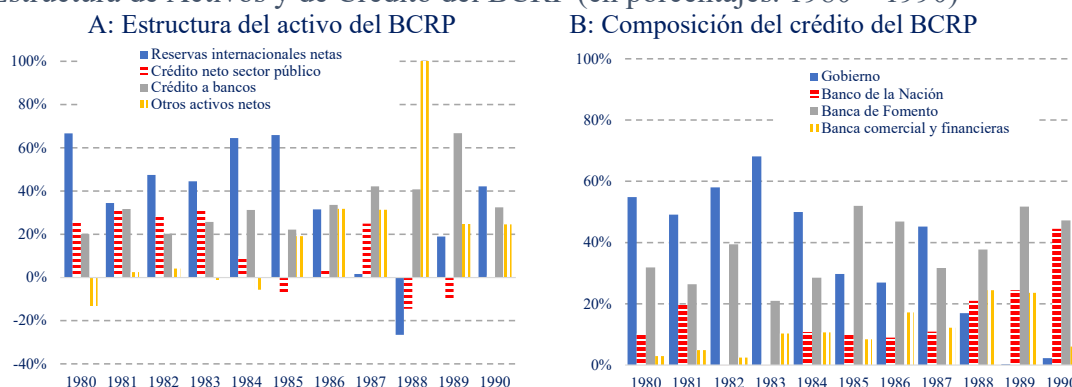
⁴¹ Un balance de banco central que responde al comportamiento del activo (“*asset-driven balance sheet*”) es aquel en que el balance crece como consecuencia de decisiones de política relacionadas con el activo del balance – por ejemplo, el crédito al gobierno o a los bancos – que generan un exceso de liquidez. Por el contrario, cuando el balance de banco central responde al comportamiento del pasivo (“*liability-driven balance sheet*”), el balance crece como consecuencia de un aumento en el PBI nominal o por el aumento del crédito de la banca y está asociado con situaciones de liquidez corta.

⁴² Ver Ley 23337 de 1980, Decreto Supremo 251-82-EFC y Ley 23509 de 1982 y las leyes 23724 de 1983, 24030 de 1984, 24395 de 1985, 24582 de 1986, 24750 de 1987, 24971 de 1988 y 25160 de 1989.

condiciones financieras significaron un impacto negativo en el balance del Banco Central dado el elevado nivel de inflación registrado en aquellos años.⁴³

Gráfico 9-5

Estructura de Activos y de Crédito del BCRP (en porcentajes. 1980 – 1990)



Nota: En el crédito a la banca de fomento, se incluye a los bancos Agrario, Industrial, Minero y de la Vivienda e Hipotecario. Se excluye el crédito a COFIDE y a FONAPS.

Fuente: Memorias del BCRP.

En la segunda parte de la década y en medio de una inflación crecientemente alta, la estructura del balance del BCRP cambió. El crédito directo al Gobierno cayó no obstante que continuaron los desequilibrios fiscales. Pero el Banco de la Nación fue utilizado nuevamente para financiar indirectamente al Gobierno. Sobre todo, el BCRP extendió abundante crédito a los bancos de fomento, especialmente al Banco Agrario, en respuesta a la política del Gobierno de apoyar a sectores de la economía considerados prioritarios para el desarrollo del país (Gráfico 9-5, Panel B).⁴⁴ La monetización de la economía también fue resultado de las pérdidas del BCRP. Un ejemplo de esta generación de pérdidas ocurrió en el primer semestre de 1988 en que se profundizó la política de tipos de cambio múltiples y el precio promedio para la compra de divisas era más alto que el promedio del tipo de cambio de venta.⁴⁵

⁴³ El gobierno también se financió con recursos de los bancos privados, pues el BCRP emitió normas que les permitía cubrir una parte del encaje exigible con papel del gobierno y, por tanto, generó un incentivo para que los bancos financien al gobierno.

⁴⁴ Esta política de crédito era parte de la fallida política económica del gobierno que tenía como objetivos dinamizar el crecimiento económico, la reducción de la inflación y la redistribución del ingreso.

⁴⁵ La política de tipos de cambio múltiples tenía el propósito de administrar la creciente escasez de divisas y la caída de las reservas internacionales, producto de la acumulación de

En suma, se podría decir que, durante la mayor parte de sus primeros 70 años de vida, el BCRP no tuvo independencia política ni tampoco operacional, sobre todo en términos prácticos. En sus primeros años, y hasta la Gran Depresión, las decisiones del Banco Central fueron mayoritariamente autónomas del Gobierno. Sin embargo, como consecuencia de las reformas a su ley y de la aprobación de otras leyes en los años 1932 y 1933, dirigidas a expandir el financiamiento a la economía y atenuar así el efecto contractivo de la crisis internacional, el Perú entró en una fase de dominancia fiscal que se prolongó por varias décadas. En este período, se continuaron emitiendo leyes específicas de financiamiento al Gobierno o de refinanciamiento de sus obligaciones con el BCRP. Esta pérdida de independencia del BCRP también ocurrió en otros países de la región y respondió a la vigencia de un nuevo paradigma de banca central, que abogaba en favor de una política monetaria que modere la volatilidad de los ciclos económicos y que se la use para fomentar la actividad de sectores económicos considerados prioritarios para el desarrollo de los países. Se podría decir que el BCRP era en gran parte un banco de desarrollo.

La trayectoria descrita de la independencia del BCRP se confirma al codificar la legislación relevante – las leyes del Banco Central y sus reformas, así como las provisiones constitucionales atinentes – y calcular un índice de independencia legal de banca central. El índice utilizado es una variación del índice de independencia legal de banca central propuesto por Cukierman et al. El índice se compone de cuatro criterios y 15 subcriterios a los que se asigna diferentes ponderaciones (ver Jácome 2023).⁴⁶ La valoración de cada criterio y subcriterio varía entre 0 y 1 de forma que, cuanto mayor es

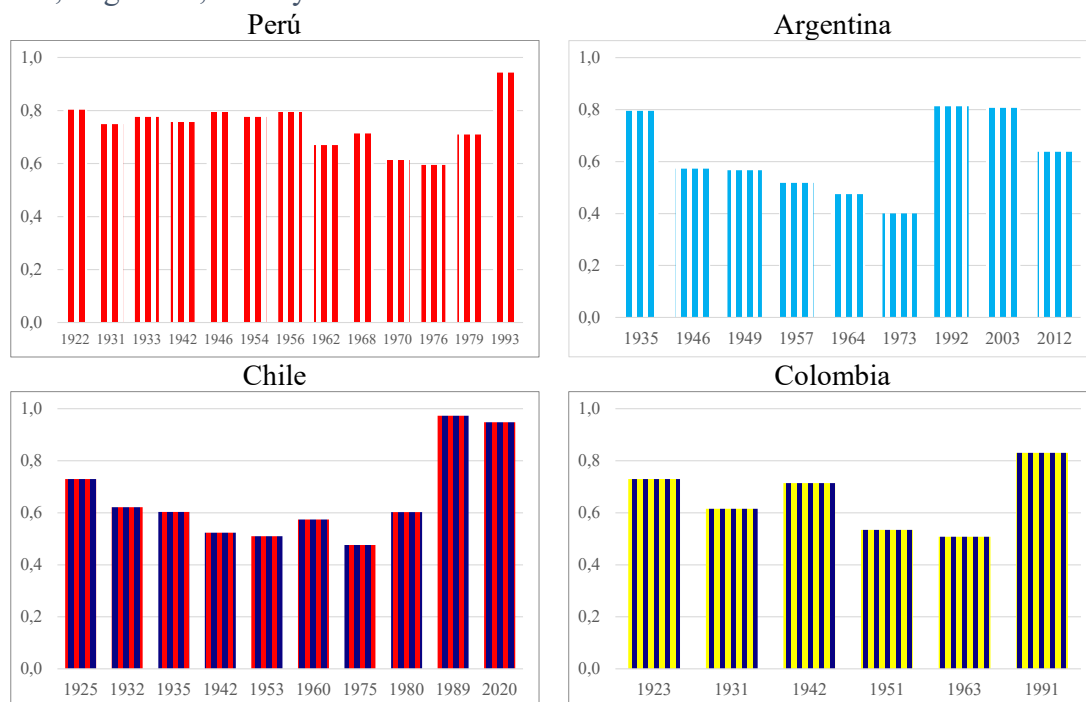
distorsiones en la economía. Una discusión del manejo económico heterodoxo implantado en la segunda mitad de los años ochenta se puede ver en Lago (1991).

⁴⁶ Los cuatro criterios (con sus respectivas ponderaciones entre paréntesis) son: la modalidad de designación del gobernador del banco central, incluyendo las condiciones para su remoción (20%); el mandato del banco central (15%); la autonomía para formular la política monetaria (15%); y las restricciones impuestas para la concesión de créditos al gobierno y al sector público en general (50%). Estos cuatro criterios incluyen a su vez 15 subcriterios, también con diferentes ponderaciones. Dado el énfasis histórico del análisis, no se incorporan al índice utilizado criterios adicionales tales como provisiones legales de rendición de cuentas y transparencia de la política monetaria que no llegaron a ser relevantes sino hasta a los años noventa y los 2000.

el valor, mayor es la contribución a la independencia legal del Banco Central. El valor total del índice⁴⁷ también fluctúa entre 0 y 1.

Gráfico 9-6

Índice de independencia del Banco Central (CWNM) – Perspectiva Histórica:
Perú, Argentina, Chile y Colombia



Nota: El índice CWNM corresponde al índice de Cukierman et al. (1992) modificado (ver Jácome 2023). El índice varía entre 0 y 1. Cuanto mayor es el valor, mayor es la independencia del Banco Central.

Fuente: Leyes de bancos centrales de los países, reformas relevantes y provisiones constitucionales relacionadas.

El gráfico 9-6 muestra el declive de la independencia legal del BCRP hasta finales de los años setenta y el aumento significativo que se registra con la ley aprobada en 1993. Esta trayectoria de la independencia legal del banco central también ocurrió en otros países de América Latina, como Chile y Colombia. Argentina, en cambio, exhibe una trayectoria diferente pues su Banco Central llegó a tener un alto grado de independencia durante los años noventa, pero en los últimos 20 años dicha independencia se deterioró nuevamente, sobre todo a partir de la aprobación de la ley del Banco Central de 2012. Este deterioro se explica tanto por la asignación de un mandato múltiple al Banco Central

⁴⁷ En general, cuanto más independiente del poder ejecutivo es el nombramiento y la remoción de los miembros del directorio del banco central, cuanto más claro es el mandato antinflacionario, cuanto mayor es la autonomía del banco central para formular y ejecutar su política monetaria y cuanto mayores son las restricciones al financiamiento del gasto del sector público, más cercano a 1 es el valor del índice.

de este país como por el resurgimiento de dominancia fiscal – similar a la que existió anteriormente, entre 1946 y comienzos de los años noventa. La evolución de la independencia de los bancos centrales en América Latina es diferente a la que registran los bancos centrales en los países avanzados. Así, por ejemplo, el Sistema de la Reserva Federal en Estados Unidos empezó a conducir su política monetaria de manera independiente desde finales de los años setenta.⁴⁸ El Banco de Inglaterra, en cambio, fue declarado independiente del tesoro británico solamente en 1997.

4. 30 años de Independencia del BCRP

La política fiscal expansiva y el manejo monetario acomodaticio vigente a lo largo de varios años inevitablemente le pasaron la cuenta a la sociedad peruana. En la segunda parte de los ochenta, la economía entró en un período de hiperinflación que deterioró la capacidad adquisitiva de los ingresos, restringió y desincentivó la inversión y el crecimiento económico – en 1990, el PBI por habitante había caído a niveles similares a los de 1960.⁴⁹ Restablecer una inflación baja y estable se volvió una imperiosa necesidad para detener el deterioro de las condiciones de vida de la gente y crear un ambiente favorable para el desarrollo de la actividad económica. Para ello, el Gobierno tomó la decisión de dar independencia política y operativa al BCRP a través de una nueva ley – además de mantener un manejo ordenado de las finanzas públicas. La Ley Orgánica del BCRP 26123 entró en vigor el primero de enero de 1993 y se mantiene hasta hoy vigente.

La Ley Orgánica 26123

Esta nueva ley incorporó dos importantes provisiones que fortalecieron la independencia del BCRP. En primer lugar, la Ley establece que el BCRP tiene el mandato único de “preservar la estabilidad monetaria” (artículo 2) y elimina la vinculación de las políticas de crédito y cambiarias con el desarrollo ordenado del país. La estabilidad monetaria ha sido interpretada por el Banco Central como estabilidad de precios y por ello ha reorientado su política monetaria a preservar una inflación baja y estable. La segunda

⁴⁸ Bernanke (2010).

⁴⁹ Ver Memoria Anual de 1990 (BCRP, 1991).

provisión prohíbe al BCRP “conceder financiamiento al Tesoro Público” (artículo 71), excepto bajo la modalidad de compra de estos valores en el mercado secundario, con la limitación de que la tenencia de esos títulos no puede superar en ningún momento el cinco por ciento de la base monetaria del año precedente (artículo 61). Por lo tanto, la compra de valores públicos tiene el propósito de regulación monetaria. El fortalecimiento institucional del BCRP fue incorporado a la Constitución de 1993 (artículo 84) con el fin de disminuir las posibilidades de que sea revertido en el futuro. La Constitución también incorporó, por primera vez en el Perú, la obligación de que el BCRP informe al país, como una forma de rendición de cuentas. En vista que la composición del directorio y la forma de designar a sus miembros tenía un rango constitucional, la estructura de gobierno del BCRP no cambió con la aprobación de la Ley Orgánica 26123 y se reafirmó la independencia de instrumentos que existía anteriormente.

Pero, si bien esta reforma legal reviste gran relevancia, es igualmente importante que ella haya sido respetada en la práctica por la clase política y la sociedad en general. La vieja tradición de aprobar legislación específica para financiar directa o indirectamente el gasto fiscal, o de refinanciar las obligaciones del Gobierno con el Banco Central o con el Banco de la Nación, fue desterrada a raíz de la aprobación de la nueva ley del BCRP – el crédito neto al Banco de la Nación se volvió negativo a partir de 1994. Además, el BCRP inició un manejo de tasas de interés, su principal instrumento de política monetaria, sin influencias políticas y al margen de los ciclos electorales. De esta manera, la independencia legal del BCRP significó también independencia efectiva. Esta independencia del BCRP se ha mantenido hasta nuestros días. Ello ha sido posible por el consenso que ha alcanzado la sociedad peruana respecto al rol apolítico que debe cumplir el Banco Central y la política monetaria, y sobre los beneficios de la estabilidad de precios para el crecimiento económico y el bienestar general de la sociedad. Este consenso social ha quedado claro en los últimos años en que el Perú ha experimentado una aguda inestabilidad política, sin que ello haya minado la institucionalidad del BCRP.

La independencia del BCRP se puso inicialmente a prueba a finales de los años noventa, cuando el Perú recibió el impacto de varios choques exógenos que amenazaron la estabilidad macroeconómica recientemente alcanzada. Por una parte, la economía peruana, al igual que otros países emergentes, debió enfrentar sucesivos choques externos que se iniciaron con la crisis asiática en 1997 y se prolongaron con las crisis rusa y

brasileña en 1998. Estos choques externos significaron también un marcado deterioro de los términos de intercambio. En el ámbito interno, la actividad económica sufrió el impacto del fenómeno climático de El Niño en 1998, que provocó grandes inundaciones y destrucción de la infraestructura del país. Los efectos de estos choques adversos también atentaron contra la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, la inmediata reacción del Gobierno y las políticas implantadas por el BCRP permitieron prevenir una crisis bancaria que pudo haber alcanzado dimensiones sistémicas, como la que ocurrió en Ecuador – país que recibió los mismos choques exógenos que afectaron al Perú – así como en otros países anteriormente en América Latina.⁵⁰

El fortalecimiento institucional del BCRP sentó las bases de la modernización de la política monetaria que tuvo lugar en la década de los noventa y, sobre todo, en el nuevo siglo luego que se estableció el régimen monetario de metas de inflación en enero de 2002. La independencia del BCRP consagrada en la ley y el respeto a esa independencia por parte de la sociedad fueron factores fundamentales para que aumente la credibilidad en la política monetaria, validada, a su vez, por la trayectoria decreciente de la inflación y la posterior estabilidad de precios registrada en los últimos 20 años.

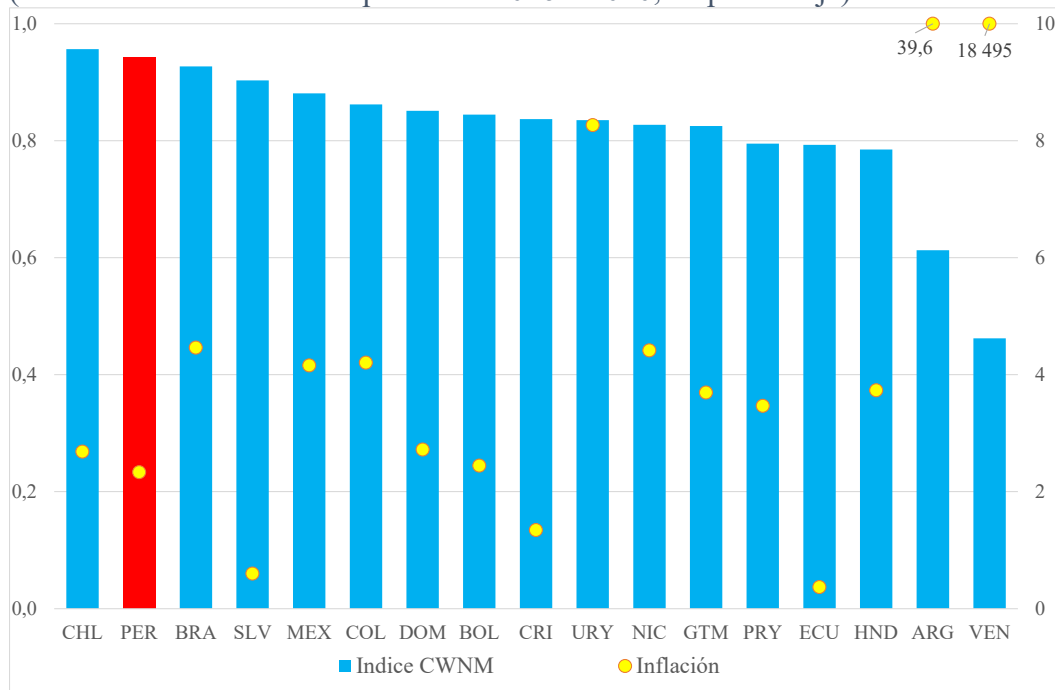
En un contexto regional, la reforma institucional adoptada en Perú es sobresaliente, pues el BCRP es hoy en día uno de los bancos centrales más independientes de América Latina. Medido a través del índice modificado de independencia legal de banca central de Cukierman et al. referido anteriormente, el BCRP ocupa el segundo lugar en nuestra región y uno de los niveles de inflación más bajos – medido a través del promedio de los últimos cinco años, excluyendo a los dos países dolarizados, Ecuador y El Salvador, en donde la política monetaria es inexistente (Gráfico 9-7). El mismo resultado se encuentra cuando se incorpora al índice el criterio de rendición de cuentas (Jácome y Vázquez, 2008). El BCRP también muestra un alto grado de independencia y

⁵⁰ El capítulo 12 de este libro analiza con detenimiento la respuesta del BCRP frente a los choques exógenos de finales de los años noventa y cómo logró evitar que se genere inestabilidad macroeconómica y en el sistema financiero, mientras que Jácome (2008) ofrece una perspectiva regional acerca de la respuesta de los bancos centrales frente a las crisis bancarias de los años noventa e inicios de los 2000.

rendición de cuentas cuando en el grupo de comparación de países se incluye a otras economías emergentes que han implantado metas de inflación.⁵¹

La combinación de fortaleza institucional del Banco Central y de preservación de una inflación baja y estable a partir de los años 2000 hizo posible que la sociedad peruana tenga confianza en la efectividad de la política monetaria o, en otras palabras, que el manejo monetario del BCRP vaya ganando credibilidad. Esta credibilidad estuvo en juego a raíz de la crisis financiera del mundo industrializado en 2008 que ocasionó una brusca y masiva salida de capitales, pero el BCRP logró mantener la estabilidad de precios, el mercado monetario en pleno funcionamiento y el mercado de cambios operando sin mayor turbulencia. La estabilidad de precios y en el mercado de cambios se ha mantenido en los últimos meses no obstante el impacto devastador causado por los efectos de los choques simultáneos de oferta y demanda ocasionados por la pandemia del coronavirus.

Gráfico 9-7
Independencia Legal del Banco Central e Inflación en América Latina 2021
(Índice CWNM e inflación promedio 2016 – 2020, en porcentaje)



Fuente: Leyes de bancos centrales de los países.

Nota: El índice CWNM corresponde al índice de Cukierman et al. (1992) modificado (ver Jácome, 2023). El índice varía entre 0 y 1 de forma que, cuanto mayor es el índice, mayor es la independencia legal del Banco Central.

⁵¹ Ver Canales-Kriljenko et al. (2010).

La naturaleza de la independencia legal del BCRP se observa con más detalle al evaluar los criterios que componen el índice de independencia de Cukierman et al. modificado. El resultado muestra que el elevado grado de independencia del BCRP proviene de que cuenta con un claro mandato antinflacionario, de que goza de autonomía para formular la política monetaria y de que tiene prohibición legal de financiamiento al Gobierno. En estos tres aspectos, el BCRP es igual o más independiente que el promedio de bancos centrales que implantaron el régimen de metas de inflación en los mismos años, Brasil, Chile, Colombia y México (Cuadro 9-1). Por el contrario, la forma como se designan a los miembros del directorio del BCRP y el tiempo para el que son nombrados sugiere que el que el BCRP es más vulnerable a influencias políticas que el promedio en aquel grupo de países. Si se hace la misma comparación con respecto al resto de países de América Latina, el BCRP es largamente más independiente que el promedio de esos países en los cuatro criterios evaluados.

Cuadro 9-1

Independencia Legal del BCRP y en otros Países de América Latina (Criterios usados en el índice CWNM)

	Gobernanza del Banco Central	Mandato	Formulación de política	Crédito al Gobierno
Perú	0,716	1,000	1,000	1,000
Brasil, Chile, Colombia y México	0,837	1,000	0,918	0,903
Resto de América Latina	0,625	0,694	0,778	0,823

Fuente: Leyes de bancos centrales de los países.

Nota: La codificación de estos cuatro criterios usados está basada en el índice de Cukierman et al. (1992) modificado (ver Jácome, 2023). La valoración de cada criterio varía entre 0 y 1 de forma que, cuanto mayor es el valor, mayor es la contribución a la independencia legal del Banco Central.

Los retos hacia adelante

No obstante, los avances alcanzados con la aprobación de la Ley 26123, todavía hay espacio para apuntalar la institucionalidad del BCRP. Esto es importante en momentos en que la independencia de los bancos centrales ha empezado a ser cuestionada en varios países luego de más de dos décadas de vigencia indiscutida a nivel global. En la medida que la inflación se ha mantenido baja por un largo período en el mundo industrializado y en la gran mayoría del resto de países emergentes y en desarrollo, parecería que se ha generado un sentido de complacencia y hasta una subvaloración de los beneficios de

contar con banco central independiente concentrado en asegurar una inflación baja y estable, sobre todo luego de la crisis financiera de 2008 y, más aún, luego de la pandemia del COVID-19. En el mundo industrializado, se han levantado voces que abogan por el financiamiento del banco central al Gobierno – la denominada “teoría monetaria moderna” – para expandir el gasto social, o en favor de perpetuar la política monetaria no convencional – incluyendo el descuento de papel del Gobierno en el banco central – para estimular la actividad económica. Considerando que el enfoque de política monetaria ha sido históricamente una práctica global, no es descartable que la noción de contar con una política monetaria que se ocupe de estimular la actividad económica y en menor grado de combatir la inflación, vaya ganando fuerza también en América Latina. Esto implicaría un debilitamiento de la independencia de los bancos centrales que tanto tiempo llevó establecer y la vuelta a un pasado que significó un alto costo en lo económico y social en nuestra región.

Una manera de hacer frente a este posible debilitamiento de la independencia del banco central es fortalecer su rendición de cuentas. Dado que la independencia de un banco central prevalece en la medida que la sociedad la valida, la rendición de cuentas y una mayor transparencia pueden ayudar a blindar esta independencia, puesto que ellas permiten evaluar el cumplimiento del mandato recibido por el banco central y las políticas implantadas para alcanzar los objetivos que se persiguen. Si bien el BCRP rinde hoy cuentas, es importante incorporar a la ley un mecanismo formal de pesos y contrapesos. La publicación de los reportes de inflación y de estabilidad financiera son dos valiosos instrumentos en ese sentido. Sin embargo, se podría ir más allá estableciendo en la ley que el gobernador del BCRP debe comparecer regularmente al legislativo – bien sea al Congreso en pleno, o a una comisión especializada, con un calendario definido – con el objeto de explicar el cumplimiento del mandato del BCRP en el ejercicio de la política monetaria. En esta visita al Congreso también se analizaría las perspectivas de la economía peruana, especialmente con relación a la inflación, pero también a otras variables macroeconómicas relevantes, abordando, además, los posibles riesgos que se avizoran. Esta comparecencia constituiría un acto formal. Sería diferente a las visitas que hoy realizan el presidente y los altos funcionarios del BCRP al Congreso en respuesta a los requerimientos que hacen los legisladores para que el banco central informe sobre diferentes temas.

Adicionalmente, el BCRP podría apuntalar la transparencia de la toma de decisiones, sin que se tenga que reformar la Ley del Banco Central. La transparencia es parte de la rendición de cuentas del Banco Central, pues ella permite a los poderes políticos y a la sociedad en general, evaluar en forma continua la formulación y ejecución de la política monetaria, el cumplimiento del mandato asignado y de las metas de política definidas. Una alta transparencia promueve, además, buenas prácticas de gobernabilidad, pues las decisiones administrativas y operativas del Banco Central pueden ser vigiladas por la sociedad en general, lo cual fortalece también el apoyo a la independencia del Banco Central. Y, más importante, la transparencia y la comunicación de la política monetaria son un elemento crítico de la efectividad de política monetaria.⁵² Por estas razones, la transparencia de la política monetaria ha aumentado considerablemente en el mundo en general en los últimos 25 años.⁵³ El BCRP ha dado ya pasos importantes en esta dirección, no solamente en términos de disseminación de información sino de comunicar con claridad sus decisiones de política, en línea con lo que han hecho los bancos centrales de los países avanzados y emergentes. Publica el calendario de las reuniones en las que se toma decisiones de política, disemina de forma inmediata la nota informativa sobre la decisión adoptada con relación a su tasa de interés de política, publica las proyecciones de inflación, y emite comunicados y explicaciones a través de la prensa sobre las decisiones de política monetaria adoptadas. Al mismo tiempo, el BCRP “dice lo que hace y hace lo que dice” y mantiene una inflación baja y estable, y esto le ha permitido tener credibilidad frente a la sociedad peruana.

Sin embargo, se podría expandir aún más la transparencia si el BCRP también publica regularmente las minutas de las reuniones mensuales de política monetaria, así como el resultado de la votación que llevó a la decisión tomada, como lo hacen, en mayor o menor medida, otros bancos centrales de la región que implantaron al mismo tiempo

⁵² Uno de los pilares fundamentales de la política monetaria en la actualidad es la comunicación que despliega el banco central. Woodford (2001) plantea que una política monetaria exitosa no depende tanto de cuán efectivo es el banco central para controlar la tasa de interés interbancaria sino de cuánto es capaz de dirigir la evolución de las expectativas del mercado.

⁵³ El aumento de la transparencia es un rasgo característico de los bancos centrales en general (ver Dincer y Eichengreen, 2014), aunque su nivel varía dependiendo del régimen monetario del banco central. Aquellos que ejecutan su política monetaria bajo un régimen de metas de inflación son quienes ponen más énfasis en la transparencia (Geraats, 2009).

que le BCRP el régimen de metas de inflación (Cuadro 9-2). Revelar las consideraciones subyacentes a la decisión de política monetaria permitiría a los agentes económicos entender de mejor manera las razones que llevaron a tal decisión y los posibles cambios futuros en la tasa de interés del BCRP. De esta forma, los agentes económicos estarían en capacidad de anticipar de mejor manera las decisiones de política monetaria y predecir la inflación futura, lo que redundaría en una mayor credibilidad y, por tanto, mayor efectividad de la política monetaria.⁵⁴ La mayor credibilidad implica que las expectativas de inflación del sector privado se mantienen mejor ancladas con respecto a la meta del banco central. Como resultado de este mejor anclaje de expectativas, el Banco Central puede no solamente cumplir de mejor manera su meta de inflación, sino también ejecutar con mayor confianza políticas contracíclicas para así mitigar la volatilidad económica y el costo asociado a ella, y ajustar la política monetaria con menor sacrificio en términos producto, es decir de manera más eficiente.

Cuadro 9-2
Indicadores de transparencia de bancos centrales
(Países seleccionados)

	Publicación de calendario de las reuniones de política	Publicación de un comunicado de prensa	Publicación de actas de la reunión	Publicación de votos respecto a la decisión de política	Publicación de las metas de inflación
Brasil	✓	✓	✓	Votos con nombre	✓
Chile	✓	✓	✓	Balance de votos	✓
Colombia	✓	✓	✓	Balance de votos	✓
México	✓	✓	✓	Balance de votos	✓
Perú	✓	✓	No	No	✓

Fuente: Bancos centrales de los países.

La independencia de la política monetaria también se beneficiaría, y con ello la rendición de cuentas, si se extiende el término para el que son nombrados los miembros del directorio del BCRP y su nombramiento es escalonado en el tiempo, de manera que el Gobierno de turno no pueda nombrar a la mayoría de ellos. El objeto de esta reforma es minimizar en la práctica la posibilidad de injerencia política en las decisiones en

⁵⁴ Crowe y Meade (2008) encuentran una evidencia robusta de que cuando los bancos centrales son más transparentes los agentes económicos hacen mayor uso de esta información en comparación con la información generada por el sector privado, mientras que Ehrmann et al. (2012) postulan que el aumento de la transparencia del banco central contribuye a que disminuya la dispersión de las proyecciones de inflación del sector privado con respecto a las metas del banco central.

materia monetaria al desvincular la toma de decisiones monetarias del ciclo político electoral del país. El nombramiento escalonado existe en otros países de la región como Chile, Colombia y México y también en Estados Unidos y en el Banco Central Europeo. El tiempo para el que son nombrados los miembros del directorio también es mayor que el período constitucional en algunos países, como por ejemplo en Chile (10 años) y en Estados Unidos (14 años).⁵⁵ En el Banco Central Europeo, el término de los miembros del directorio es ocho años. Sin embargo, esta reforma requeriría en el Perú una enmienda constitucional y, por tanto, un consenso político.

Y, en la medida de lo posible políticamente, sería deseable aclarar en la Ley el mandato del BCRP a fin de delimitar mejor las responsabilidades del Banco Central y, por ende, el objetivo de política respecto al cual debe rendir cuentas el Banco Central. Específicamente, el actual mandato del BCRP podría ser más explícito respecto a que su objetivo es preservar la estabilidad de precios, de manera que no haya lugar a interpretaciones acerca de lo que implica la estabilidad monetaria, que es como se expresa hoy en el texto de la Ley. Para hacer operativa esta reforma, si bien la constitución define el mandato del banco central, se podría hacer una enmienda puntual a la Ley 26123 del BCRP en la que se agrega una interpretación de ese mandato como estabilidad de los precios en la economía.⁵⁶

⁵⁵ Una descripción de las prácticas internacionales sobre cómo se nombran los directorios de los bancos centrales y su conformación se puede encontrar en Central Bank Governance Group (2009).

⁵⁶ Se debería evitar una revisión general de la ley ante el riesgo de abrir al debate otros aspectos que resulten modificados debilitando así las bases institucionales sobre las que se asienta la formulación y el ejercicio de la política monetaria.

REFERENCIAS

- Alesina, A. (1988). Macroeconomics and politics. *NBER Macroeconomics Annual*, 3, 13-52.
- Alesina, A., & Summers, L. H. (1993). Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2), 151-162.
- Arnone, M., Laurens, B. & Segalotto, J.F. (2006). The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence, IMF Working Paper 06/227, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Bade, R. & Parkin, M. (1988). Central Bank Laws and Monetary Policy. Manuscrito no publicado, University of Western Ontario.
- Banco de Reserva del Perú. (1929). Memoria 1928. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco de Reserva del Perú. (1930). Memoria 1929. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco de Reserva del Perú. (1931). Memoria 1930. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco Central de Reserva del Perú (1932). Memoria 1931.
- Banco Central de Reserva del Perú (1933). Memoria 1932.
- Banco Central de Reserva del Perú (1934). Memoria 1933.
- Banco Central de Reserva del Perú (1962). Memoria 1961.
- Banco Central de Reserva del Perú (1963). Memoria 1962.
- Banco Central de Reserva del Perú (1991). Memoria 1990.
- Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model. *Journal of Political Economy*, 91(4), 589–610.
- Bernanke, B. (2010). Central Bank Independence, Transparency, and Accountability. Ponencia presentada en el Institute for Monetary and Economic Studies, Banco de Japón, Tokio, Japón.

- Bernanke, B. (2019). Monetary Policy in a New Era. En O. Blanchard y L. Summers (Eds.), *Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy After the Great Recession*, (pp. 3-48). The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Berger, H., De Haan, J. & Eijffinger, S. C. (2001). Central bank independence: an update of theory and evidence. *Journal of Economic Surveys*, 15(1), 3-40.
- Bodea, C. & Hicks, R. (2015). Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility, and Democratic Institutions, *International Organization*, 69(1), 35-61.
- Canales-Kriljenko, J., Jácome, L.I., Alichí, A. & de Oliveira Lima, I. (2010). Weathering the Global Storm: The Benefits of Monetary Policy Reform in the LA5 Countries, IMF Working Paper 10/292, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Central Bank Governance Group (2009). Issues in the Governance of Central Banks: A Report from the Central Bank Governance Group. Bank for International Settlements.
- Crowe, C. & Meade E. (2008). Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness, *European Journal of Political Economy*, 24(4), 763-77.
- Cukierman, A. (1992). *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- Cukierman, A. (2008). Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past, Present and Future, *European Journal of Political Economy*, 24(4), 722–36.
- Cukierman, A., Webb, S. & Neyapti, B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes, *The World Bank Economic Review*, 6(3), 353–98.
- De Jong, E. (2002). Why are Price Stability and Statutory Independence of Central Banks Negatively Correlated? The Role of Culture, *European Journal of Political Economy*, 18(4), 675-94.
- Dincer, N. & Eichengreen, B. (2014). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures, *International Journal of Central Banking*, 10(1), 189-259.

- Debelle, G. & Fischer, S. (1994). How Independent Should a Central Bank Be? En *Conference Series; [Proceedings]* (Vol. 38, pp. 195-225). Federal Reserve Bank of Boston.
- Ehrmann, M., Eijffinger, S. & Fratzscher, M. (2012). The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts, *Scandinavian Journal of Economics*, 114(3), 1018–1052.
- Fleming, M. (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates, *IMF Staff Papers*, 9(3), 369–79.
- Garriga, A. C. & Rodríguez, R. (2020), More Effective than we Thought: Central Bank Independence and Inflation in Developing Countries, *Economic Modelling*, 85, 87-105.
- Geraats, P. (2009), Trends in Monetary Policy Transparency, *International Finance*, 12(2), 235-68.
- Grilli, V., Masciandaro, D. & Tabellini, G. (1991), Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, *Economic Policy*, 6(13), 342–91.
- Gutiérrez, E. (2003), Inflation Performance and Constitutional Central Bank Independence: Evidence from Latin America and the Caribbean, IMF Working Paper 03/53, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Jácome, L.I. (2001), Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s, IMF Working Paper 01/212, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Jácome, L.I. (2008). Central Bank Involvement in Banking Crises in Latin America, IMF Working Paper 08/135, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Jácome, L.I. (2015). Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years, IMF Working Paper 15/60, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Jácome, L.I. (2023). The Long Road to Central Bank Independence (documento por aparecer).

- Jácome, L.I. & Vázquez, F. (2008). Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean, *European Journal of Political Economy*, 24(4), 788–801.
- Kemmerer, E. (1944), *Gold and the Gold Standard: The Story of Gold Money Past, Present, and Future*, McGraw Hill, New York.
- Klomp, J. & De Haan, J. (2010). Inflation and Central Bank Independence: A Meta Regression Analysis, *Journal of Economic Surveys*, 24(4), 593-621.
- Kydland, F. & Prescott, E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–91.
- Loungani, P. & Sheets, N. (1997). Central Bank Independence, Inflation, and Growth in Transition Economies, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29(3), 381-99.
- Mundell, R. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, *Canadian Journal of Economic and Political Science*. 29(4), 475 – 85.
- Nurske, R. (1985). The Gold Exchange Standard. En B. Eichengreen (Ed.), *The Gold Standard in Theory and History*, (pp. 195-213). Methuen Inc, New York.
- Orrego, F. (2007). Autonomía de; Banco Central de Reserva de Perú: Una Perspectiva Histórica, *Moneda*, 135,16-22.
- Pérez Forero, F., Quispe, Z. & Rodríguez, D. (2007). Independencia del Banco Central y Estabilidad de Precios, *Moneda*, 135, 23-29.
- Persson, T. & Tabellini, G. (1993). Designing Institutions for Monetary Stability, *Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy*, 39(1), 53-84.
- Posen, A. (1993), Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation, *Finance and International Economy*, 7, 40-65.
- Rogoff, K. (1985). The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, *Quarterly Journal of Economics*, 100(4), 1169–90.
- Stiglitz, J. (1998). Central Banking in a Democratic Society, *De Economist* 146(2), 199-226.

- Tuesta, V. (2007). Independencia Legal y Efectiva del Banco Central de Reserva del Perú, Documento de Trabajo BCRP No. 2007-012.
- Vtyurina, S. (2015). The Role of Fiscal Policies in Peru's Transformation, En A. Santos y A. Werner (Eds.), *Peru: Staying the Course of Economic Success*, (pp. 99-113) International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Walsh, C. (1995). Optimal Contracts for Central Bankers, *American Economic Review*, 85(1), 150-167.
- Walsh, C. (2008). Central Bank Independence. En S.N. Durlauf & L.E. Blume (Eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, (pp. 728-31). Springer Link.
- Woodford, M. (2001). Monetary Policy in the Information Economy. En Federal Reserve Bank of Kansas City (Ed.), *Economic Policy for the Information Economy*, (pp. 297–370). Kansas City.

CAPÍTULO 10

LA GRAN ESTABILIZACIÓN

Marylin Choy

Zenón Quispe Misaico

1. Introducción

Los grandes desequilibrios fiscales, monetarios y reales que se gestaron en la segunda mitad de la década de los ochenta, indujeron a la economía peruana a una profunda crisis económica reflejada en una combinación de hiperinflación y recesión. Entre 1985 y 1990, la inflación promedio anual fue del 2 080%, con un máximo (pico) de 7 650% en 1990; el producto bruto interno (PBI) real creció en el mismo periodo, a un ritmo promedio de -1% anual, con lo cual, el PBI real de 1990 había retrocedido a niveles observados a mediados de los setenta. El empobrecimiento de gran parte de la población se reflejaba en la caída del PBI per cápita hasta magnitudes similares de mediados de los sesenta.

Los indicadores económicos daban cuenta de los principales desequilibrios macroeconómicos que desencadenaron esta situación económica crítica: el déficit promedio de 9% anual del sector público no financiero, como porcentaje del PBI, entre 1985 y 1990, y la deuda pública, fundamentalmente externa, del 72% del PBI; la base monetaria que se expandía desmedidamente, a un ritmo promedio de 1 360% anual, consecuencia del financiamiento del déficit fiscal principalmente; las tasas de interés reales negativas, que extendían los desequilibrios monetarios a severos descalces financieros, domésticos y externos; el tipo de cambio real, con un régimen cambiario muy distorsionado —de tipos de cambio múltiples— la continua pérdida de reservas internacionales netas (RIN) hasta alcanzar saldos negativos (-1,6% del PBI) en 1988. Los

controles de precios y de salarios; la provisión de subsidios; y un régimen arancelario, con muchas tarifas y distintos regímenes de importación, habían distorsionado significativamente los precios relativos, e inducido una muy ineficiente asignación de los recursos en la economía. A todo esto, se añadía la agudización de los conflictos sociales y la escalada del terrorismo.

El 28 de julio de 1990 asumió el poder un nuevo Gobierno, que puso en marcha un plan para revertir aquella difícil situación económica. Lo prioritario era combatir la hiperinflación y restituir la función de los precios en el funcionamiento de la economía. Para ello, implementó un programa de estabilización con medidas macroeconómicas y reformas estructurales orientadas a reducir drásticamente la inflación, corregir las distorsiones en los precios relativos, y establecer las condiciones necesarias para un crecimiento económico sostenido, y de largo plazo. Las bases de este programa fueron la eliminación del financiamiento del sector público con dinero del Banco Central, la liberación de los controles de precios y la apertura de la economía a la competencia internacional.

La gran estabilización, que se inicia en agosto de 1990, se profundiza hasta fines de 1992, y se extiende incluso hasta 1997, transformó significativamente la estructura económica peruana, y puso los pilares para el crecimiento robusto y sostenido, observado entre los años 2000 y 2019: una economía que ha demostrado fortaleza ante choques económicos, políticos, domésticos y externos. Los principales resultados exitosos del programa de estabilización se resumen en:

- La reducción drástica de la inflación y la estabilización de la economía, que hizo posible alcanzar tasas de inflación de un dígito, en la segunda mitad de los noventa, después de la hiperinflación, de más de siete mil por ciento, al empezar el programa. El manejo de una política monetaria independiente, orientada al control de la inflación, fue fundamental en este resultado, que pudo ser aplicada gracias a la autonomía otorgada al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) mediante el fortalecimiento de su marco legal.
- Una situación económica del sector público no financiero más sostenible, con un déficit promedio anual de 3,3% del PBI, entre 1991 y 1995, y de 0,7% entre 1996 y 2020. Esto se alcanzó con una mejora sustancial de los ingresos y un control paralelo del gasto público, sobre la base de la eliminación de subsidios, la liberación de las

tarifas de los servicios públicos, la simplificación del sistema tributario, el fortalecimiento de la administración impositiva y la reducción de la administración pública.

- El ordenamiento de los precios relativos, con la eliminación de los controles de precios; la unificación y la flotación del tipo de cambio; la liberalización de los mercados laboral y financiero; y la simplificación del sistema arancelario y la liberación del comercio exterior.
- La remonetización de la economía, que permitió que el crédito subiera de 9% del PBI en 1991 a 17% en 1995, y la recuperación del sistema financiero, con el inicio de la reforma financiera y una nueva legislación que fortaleció la regulación y la supervisión financiera.
- El incremento de la inversión privada con el comienzo de las privatizaciones y concesiones, de empresas públicas y de servicios públicos, permitiendo la participación privada y extranjera en áreas de actividad económica, previamente de exclusividad del sector público.

En lo que resta del capítulo analizamos en la segunda sección el programa de estabilización orientado a corregir los desequilibrios macroeconómicos, en la tercera sección se estudia la instauración de la disciplina fiscal como uno de los elementos fundamentales de la estabilización, la cuarta sección enfatiza el rol de la política monetaria independiente orientada a estabilizar los precios, la quinta sección evalúa la política cambiaria orientada a eliminar el control de cambios y a implementar un esquema de flotación, en la sexta sección se analiza la reforma financiera y la autonomía del banco central orientadas a eliminar la represión financiera e institucionalizar una política monetaria que preserve la estabilidad de precios, la séptima sección estudia el rol de la política comercial orientada a eliminar las distorsiones en los precios relativos mediante la liberalización comercial, así como el rol del conjunto de reformas necesarias como la reforma laboral, la del sistema de pensiones, la reinserción al sistema financiero internacional, entre otros; y, la octava sección concluye.

2. El programa de estabilización

El programa económico de estabilización, implementado desde el 8 de agosto de 1990, tuvo como finalidad reducir, de una manera drástica, el incremento acelerado en los

precios y corregir las brechas asociadas a los desequilibrios macroeconómicos. Para ello se debía eliminar las fuentes que alimentaban las altas tasas de inflación y las distorsiones de los principales precios de la economía. Había que disminuir el déficit del sector público, y eliminar su financiamiento con emisión primaria del Banco Central, para lo cual se instituyó un manejo estricto de las finanzas públicas, junto con la corrección de los precios públicos. Se cambió el sistema de tipos de cambio múltiples por un tipo de cambio único, bajo un sistema de flotación cambiaria, con intervención del Banco Central, y se introdujo un control de la expansión de la emisión primaria. Se buscaba ordenar la economía, estabilizar los precios y romper con ello las expectativas inflacionarias. Como parte del reordenamiento, se recortó el nivel y la dispersión de las tarifas arancelarias y de las medidas paraarancelarias, eliminando la mayor parte de prohibiciones a las importaciones; y se introdujo reformas importantes en varios ámbitos de la economía.

El ajuste económico estuvo acompañado de un Programa de Emergencia Social para la satisfacción de necesidades básicas, como alimentación, transporte y salud, cuyos precios previamente subsidiados, habían sido liberalizados, lo cual afectó seriamente a las poblaciones de bajos ingresos. Se canalizó recursos públicos y fondos provenientes del club de donantes extranjeros, mediante organizaciones no gubernamentales, hacia las poblaciones más vulnerables. En 1991, el Fondo Nacional de Compensación y Desarrollo Social (FONCODES) reemplazó al Programa de Emergencia Social, preservando la mayoría de las actividades orientadas a los sectores más necesitados.

Las medidas principales del Programa Estabilización implementadas en agosto de 1990 se muestran en el Cuadro 10-1:

Iniciada la implementación de las medidas de estabilización, se estableció el orden y la disciplina en las políticas monetaria y fiscal. Luego se fueron introduciendo reformas estructurales en el campo laboral, tributario, financiero y de pensiones, entre otros.

La instauración de la disciplina fiscal con la eliminación de su financiamiento monetario; la erradicación de los tipos de cambio múltiple, así como del financiamiento a la banca de fomento posibilitó detener la hiperinflación, y bajar la tasa de crecimiento de los precios de 7 650% en 1990 a 10,2% en 1995 (ver Gráfico 10-1). La reducción en

la inflación fue un proceso gradual, que tal como se menciona en Armas et al. (2001), minimizó costos y contribuyó a generar confianza en el Programa de Estabilización.

Cuadro 10-1

Principales medidas del programa de estabilización de agosto de 1990

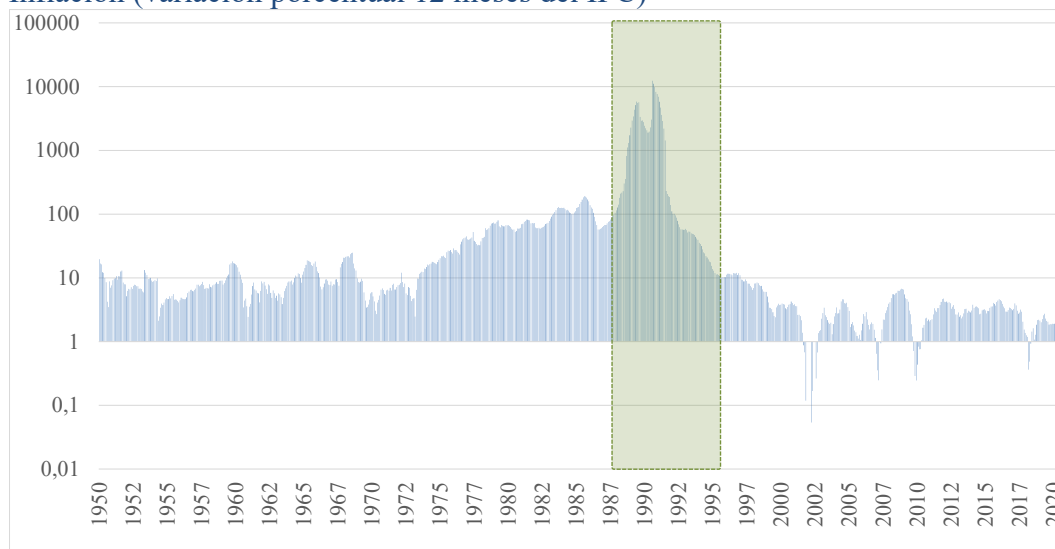
Ajustes para la estabilización

1. Precios / Aumentos de:
 - 3 000% en combustibles
 - 1 000% en electricidad, agua y teléfono.
2. Política fiscal
 - Reducción del IGV de 18% a 14% y eliminación de algunas exenciones.
 - Impuesto temporal de 10% a exportaciones y 1% al patrimonio neto y activos asegurados.
3. Mercado cambiario único
 - Eliminación del régimen de tipos de cambio múltiples.
 - Se implementa la flotación cambiaria con intervención del Banco Central.
4. Política comercial
 - Eliminación de las restricciones cuantitativas
 - Simplificación de aranceles de 38 a 3 tasas: 15%, 25% y 50%. Eliminación de algunas exoneraciones.
5. Mercado financiero internacional
 - Liberalización de pagos externos corrientes.
6. Política monetaria
 - Eliminación del financiamiento del déficit fiscal por parte del Banco Central y establecimiento de un control en el manejo monetario.
 - Reducción del encaje marginal de 80 a 40%.
 - Tasas de interés determinadas por el mercado, manteniendo límites máximos en niveles no vinculantes.
7. Política social
 - Programa de emergencia social vía las ONG. Provisión de alimentos y servicios de salud.

Fuente: Rossini y Santos (2015).

Gráfico 10-1

Inflación (variación porcentual 12 meses del IPC)



Nota: Escala en el eje vertical es logarítmica

Fuente: INEI, BCRP

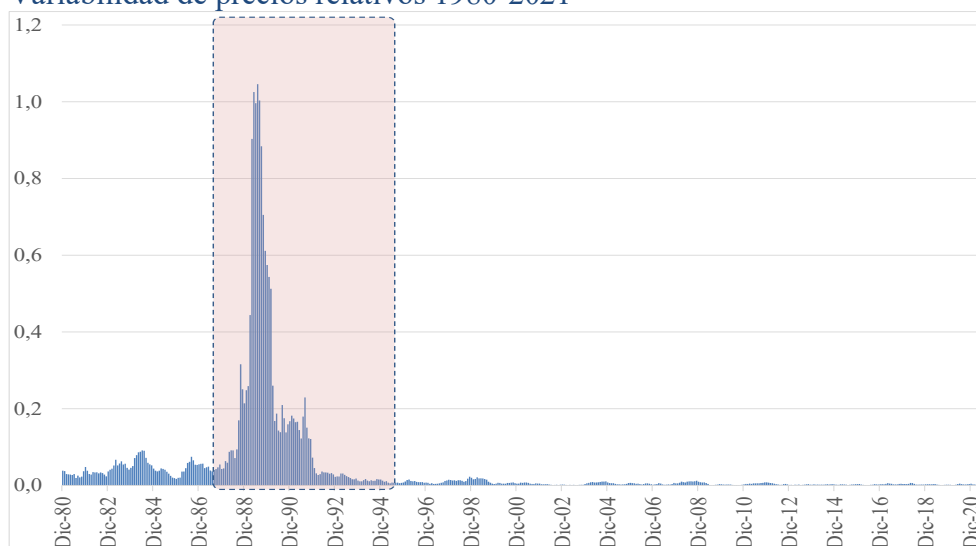
3. La instauración de la disciplina fiscal

Una de las primeras medidas que se adoptó en el programa de estabilización fue la eliminación de los controles de precios y de los subsidios, que permitió la corrección de la distorsión de los precios relativos y el inicio de una política fiscal ordenada, que se reforzó luego con la simplificación del sistema de impuestos y la ampliación de la base tributaria.

El proceso inflacionario en el Perú tuvo, como una de sus consecuencias, la fuerte distorsión de los precios relativos, que originó ineficiencias en la asignación de recursos. Una forma sencilla de medir esta distorsión de precios es la propuesta de Theil (1967).¹

Con esta medición, se puede observar que la distorsión de los precios relativos durante la década de los 80 se profundiza desde 1988 llegando, a mediados de 1989, a su mayor expresión reflejada por este indicador, debido a la diversidad de los controles de precios, subsidios y la complejidad de las tasas arancelarias, entre otros factores, presentes durante ese periodo (ver Gráfico 10-2).

Gráfico 10-2
Variabilidad de precios relativos 1980-2021



Fuente: INEI, BCRP.

¹ Theil (1967) propone el cálculo de la magnitud del cambio del precio relativo en un periodo (t) con respecto al periodo inmediatamente anterior (t-1) provisto por la suma ponderada de las desviaciones cuadráticas de las tasas de cambio de los precios individuales de los componentes de la canasta del índice de precios del consumidor, respecto al cambio del precio promedio. Así, esta suma ponderada representaría una medición de los movimientos no proporcionales de los precios que forman parte del índice general.

La varianza de estos precios relativos disminuye, significativamente, con el inicio del programa de estabilización, en agosto de 1990, mediante la eliminación de subsidios y ajustes en los precios públicos y es prácticamente erradicado hacia fines de 1995, lo que coincide también con la profundización de la reforma comercial, mediante la simplificación de las tarifas arancelarias y la remoción de los requerimientos para arancelarios.

Esta situación hizo necesario un primer fuerte ajuste en los precios de los bienes y servicios públicos, como se muestra en el Cuadro 10-2, y que, para visualizar la magnitud del rezago, los precios se han convertido a dólares, utilizando el tipo de cambio venta del mercado libre:

Cuadro 10-2
Principales precios de los productos distribuidos por empresas públicas

	Julio 1990	Agosto 1990	Nro. de veces (agosto/julio)
Combustibles (por galón)			
Gasolina 84 octanos	0,14	1,73	12,4
Gasolina 95 octanos	0,27	2,88	10,7
Kerosene doméstico	0,12	1,20	10,0
Diesel 1	0,12	1,20	10,0
Diesel 2	0,12	1,27	10,6
Residual 4	0,09	1,13	12,6
Residual 5	0,07	1,00	14,3
Residual 6	0,07	0,83	11,9
Gas licuado	0,07	0,75	10,7
Alimentos (Por TM)			
Trigo	45	249	5,6
Leche en polvo descremada	945	2 688	2,8
Grasa anhidra de leche	1 108	2 624	2,4
Leche "Enci"	56	4 739	84,2
Leche "deleite"	1 610	5 060	3,1
Maíz importado	91	499	5,5
Aceite de soya	91	1 104	12,2
Azúcar importada	138	717	5,2
Torta de soya	49	268	5,5
Arroz corriente	208	404	1,9
Fertilizantes (por TM)	137	496	3,6

Nota: Precios en dólares

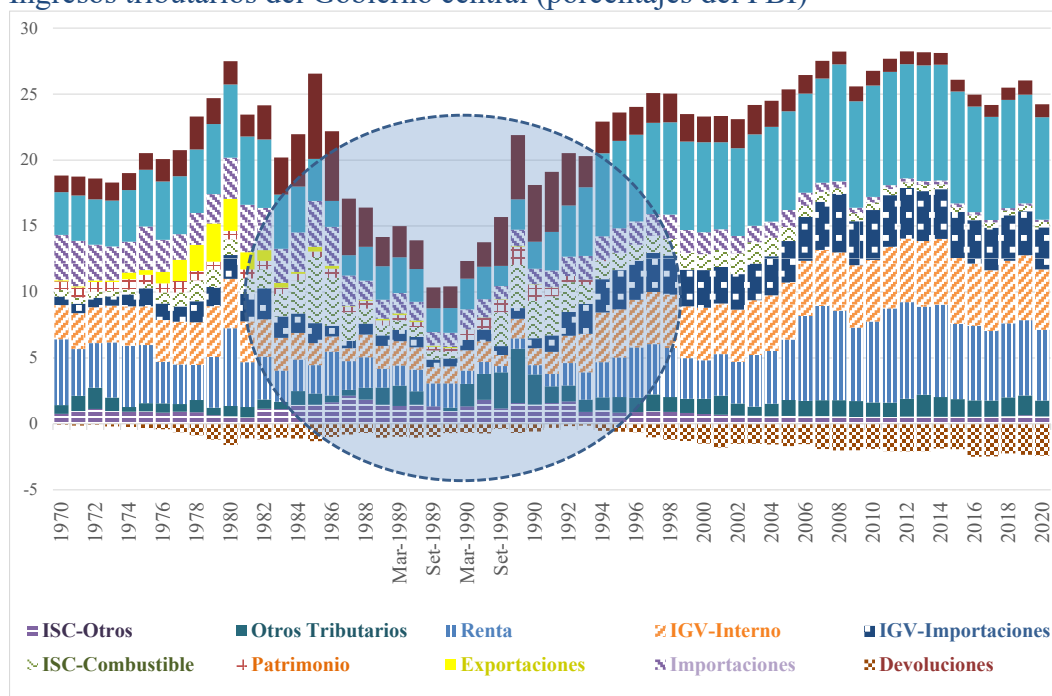
Fuente: BCRP, Memoria 1990

Con la desaparición de los subsidios se instaura una política fiscal disciplinada, que elimina el financiamiento del déficit —con creación de dinero del Banco Central—, y que conlleva el desmantelamiento de la predominancia fiscal sobre la política

monetaria, constituyéndose en uno de los pilares fundamentales del programa de estabilización.

Gráfico 10-3

Ingresos tributarios del Gobierno central (porcentajes del PBI)



Fuente: MEF, BCRP

Como se muestra en el Gráfico 10-3, a partir de 1990 los ingresos fiscales mostraron una clara tendencia a la recuperación, que se logró en gran medida, con la simplificación del sistema tributario en noviembre de ese año y con la eliminación de algunas exenciones a los impuestos sobre la renta y el valor agregado (IGV), principalmente. Se redujo el número de impuestos a seis en 1992, y a cuatro, a fines de 1993: el IGV, el impuesto a la renta, los aranceles y el selectivo al consumo. En marzo de 1991 se elaboró una lista inicial de 23 empresas para ser privatizadas, y los ingresos por la venta de dichas instituciones reforzaron la posición financiera del fisco, que además consiguió la reprogramación de su deuda con acreedores públicos y privados, así como la obtención de créditos multilaterales. Paralelamente, se abrió el mercado de alimentos básicos, harina de pescado, oro, sal, publicidad y reaseguros, que hasta ese momento constituían monopolios del Estado.

Por el lado del gasto, se tomaron medidas para recortar principalmente el gasto corriente, por lo que se estableció la reforma laboral del sector público, ofreciendo incentivos para el retiro voluntario, con lo cual se consiguió reducir en 8%,

aproximadamente, el tamaño de la administración pública en los primeros cuatro meses de 1991.

Para mantener el principio de no gastar, más allá de los ingresos, se estableció el Comité de Caja Fiscal, presidido por el viceministro de Hacienda y en el que participaba el Banco Central, a través de su gerente general, quien empezó a reunirse, mensualmente, buscando coordinar estrechamente la supervisión de los ingresos y gastos del Tesoro; se tenía la convicción de eliminar la antigua práctica de financiar los gastos fiscales a través de incrementos en la base monetaria. Esta coordinación incluía la programación de los depósitos de los excedentes del fisco en el Banco Central, lo que a su vez permitía un mejor manejo monetario.

El esfuerzo en el ajuste fiscal, a partir de 1990, se hizo evidente en la mejora sustancial de las cuentas fiscales, y el déficit emprendió su descenso hasta ser eliminado. Después de varios años sucesivos de altos déficits, a partir de 1990, el resultado primario del sector público no financiero (SPNF) comenzó a mostrar superávit, y durante los cinco primeros años de la consolidación fiscal (1990-1995), se logró un sostenido superávit primario, que se mantendría hasta 1998. Los pagos de intereses se redujeron aproximadamente en 2% del PBI, por lo que el déficit económico del SPNF disminuyó en alrededor de 9% del PBI en 1990 a un promedio de 3% en los siguientes cinco años, llegando incluso un nivel nulo en 1997 (ver el Gráfico 10-4).

Gráfico 10-4
Resultados primario y económico del sector público no financiero (porcentajes del PBI)

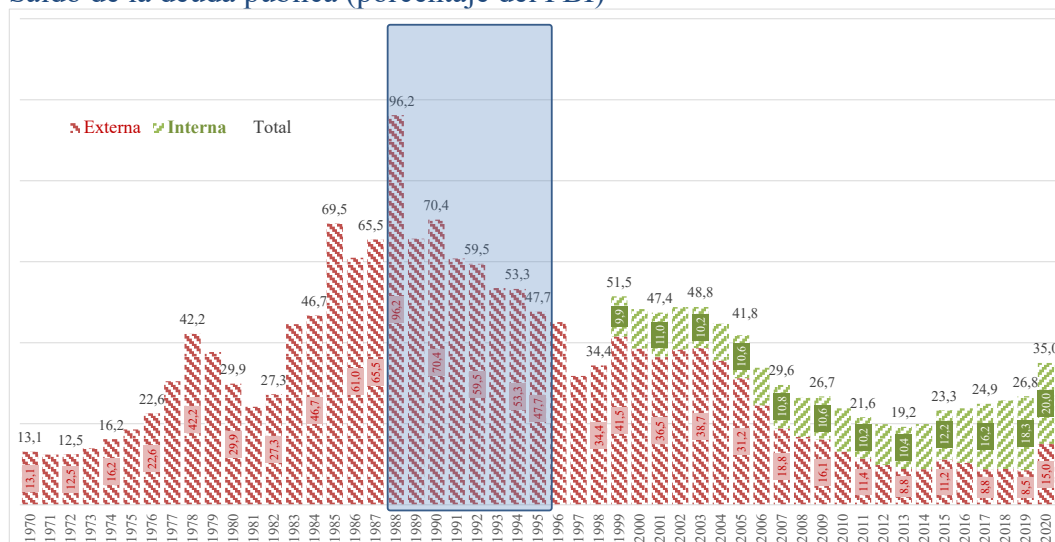


Fuente: BCRP

La consolidación de la disciplina fiscal permitió disminuir la deuda pública desde el alto nivel de 96,2% del PBI en 1998 a 47,2% del PBI en 1995 (ver el Gráfico 10-5). La

persistente reducción de la deuda del sector público, llevándola a niveles sostenibles de largo plazo, se constituyó en la base de uno de los pilares fundamentales de la estabilidad macroeconómica del Perú.

Gráfico 10-5
Saldo de la deuda pública (porcentaje del PBI)



Fuente: MEF, BCRP

4. La política monetaria en el contexto del programa de estabilización

En el periodo 1990-1995 la política monetaria se modificó totalmente. El esquema previo era de financiamiento monetario del déficit fiscal y financiamiento inflacionario a la banca estatal de fomento, con un sistema de tipos de cambio múltiples, que desembocó en un proceso de hiperinflación. Se pasó a una política monetaria independiente, sin predominancia fiscal, y dentro de un programa de estabilización, cuyos objetivos primordiales eran combatir la hiperinflación y eliminar las distintas distorsiones que limitaban la eficiente asignación de los recursos en la economía.

El Banco Central estableció, con claridad, que el objetivo central de la política monetaria era reducir la inflación como requisito indispensable para la consolidación de la estabilización económica. Al mismo tiempo, la política monetaria incorporó tasas de crecimiento objetivo para la emisión primaria, tasas objetivo de inflación y montos de compras de dólares en el mercado cambiario como mecanismo principal de expansión de la emisión primaria y buscando evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio.

Una de las características de la política monetaria, desde el inicio del Programa de Estabilización, fue su flexibilidad, que permitió adaptar las metas a las necesidades de una coyuntura cambiante. La gran magnitud en los cambios de los precios relativos dificultaba extremadamente la estimación de la evolución de las principales variables económicas. En este contexto se aplicó una política monetaria con metas no anunciadas para: la emisión primaria, la inflación y el tipo de cambio, que facilitó el manejo monetario, poniendo el énfasis en el aspecto cambiario o en el de agregados monetarios, según fuera necesario. Este manejo, al principio del Programa, redujo el riesgo reputacional — debido a la aún ausencia de credibilidad— respecto de las medidas que se venían adoptando. Aquella flexibilidad sería un distintivo que se mantuvo en la política monetaria de los siguientes años.

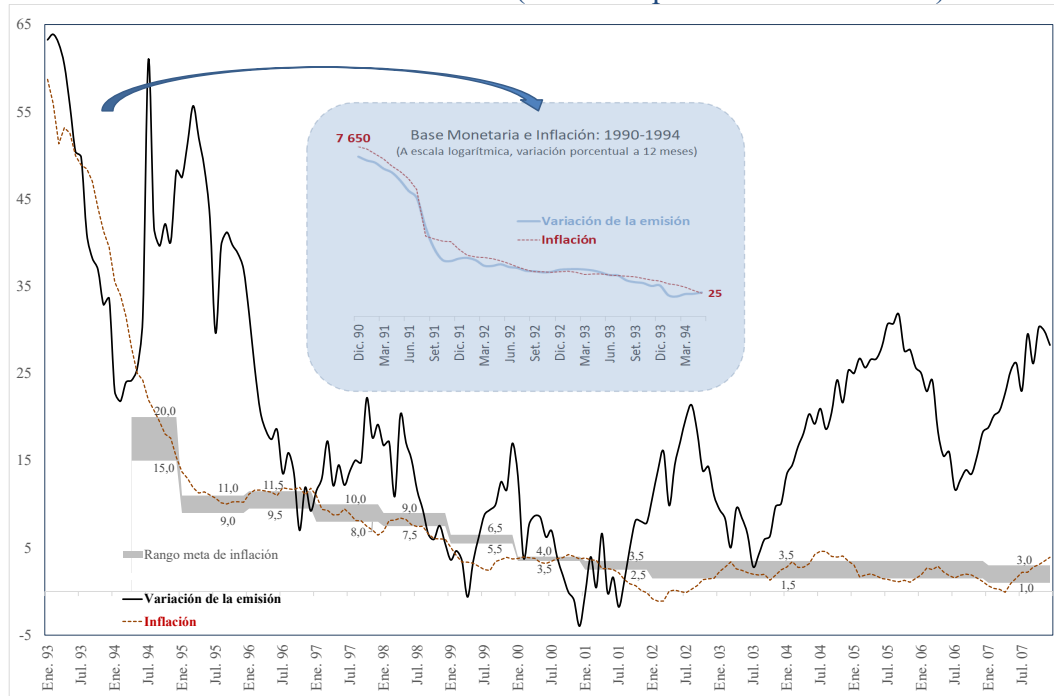
A partir de setiembre de 1990 se pone énfasis en la meta monetaria, pero continúa la intervención en el mercado cambiario, que consideraba el ritmo de monetización que se producía, en un escenario donde no había certeza del nivel del tipo de cambio de equilibrio; por lo que había que permitir que flotara, como se explica en Rodríguez, Valderrama y Velarde (2000). Como se enfatiza en Rossini (2017), este fue el primer intento de parar una hiperinflación con un tipo de cambio flotante. Hubo entonces que eliminar las fuentes de expansión de la emisión primaria, que provenían del crédito interno al fisco y a la banca de fomento.

Ante la elevada afluencia de capitales privados, que indujo un rápido aumento del crédito y presiones a la baja del tipo de cambio, el Banco Central complementó las intervenciones cambiarias, con un aumento del encaje para los depósitos en dólares, a fin de reducir la expansión del crédito, especialmente en esa moneda.

Luego de un incremento temporal en el encaje en moneda nacional, en agosto de 1991, se sustituyeron los mecanismos de control monetario directo, que incluía restricciones cuantitativas, fundamentalmente, a través de altas tasas de encajes (que desincentivaban la intermediación financiera). Se optó por un esquema de control monetario indirecto, que consistía en ejercer un manejo de la expansión de los agregados monetarios, mediante operaciones de mercado, tanto monetarias como cambiarias, que afectan la oferta de dinero. El canal de los agregados monetarios era más viable que el de la tasa de interés en ese momento. Por un lado, las altas tasas de inflación y las expectativas de inflación estaban más vinculadas a la expansión de la emisión primaria

que el público identificaba como “maquinita” y cuyo alto crecimiento provenía, casi en su totalidad, del financiamiento del déficit fiscal y de los créditos a la banca estatal de fomento; y, por otro, se carecía de mercados maduros, monetario (el mercado interbancario era muy pequeño y segmentado) y de capitales, lo que hubiera permitido operaciones de mercado para influir y utilizar el canal de la tasa de interés.

Gráfico 10-6
Base monetaria e inflación: 1993-2007 (variación porcentual a 12 meses)



Fuente: BCRP

Bajo esta política de control monetario (entre 1990 y 1994, ver el Gráfico 10-6), el Banco Central establecía metas internas de tasas mensuales de expansión de la emisión primaria, juntamente con tasas objetivos de inflación. Para alcanzar la meta de crecimiento de la base monetaria, se desarrollaron instrumentos, que absorbieran los excesos de liquidez, que podrían crearse con la intervención cambiaria o para compensar los faltantes que podía traer una mayor demanda de la banca comercial o por la recaudación del fisco, que era depositada en el BCRP.

Ante la falta de valores públicos, en setiembre de 1991, el Banco Central tuvo que emitir papeles propios, que fueron unos Pagarés del BCRP, colocados en la Bolsa de Valores, y con la finalidad de retirar liquidez de la economía. En junio de 1992, el Banco Central inicia las operaciones de mercado abierto con los Certificados de Depósitos del BCRP-CDBCRP, que son obligaciones en moneda nacional del Banco Central. En un

principio, los papeles del BCRP eran emitidos con vencimiento a un mes (periodicidad mensual), y a partir de junio de 1992, se emitieron los CDBCRP con plazo de cuatro semanas (periodicidad semanal). Estos CDBCRP se empezaron a colocar, mediante subastas, por el banco central, para esterilizar los excesos de la liquidez —por la compra de dólares en el mercado cambiario —y para cumplir con la meta de expansión de la emisión primaria (dentro de la política de control de los agregados monetarios). En las subastas participaban los intermediarios financieros, principalmente bancos, y las administradoras de fondos de pensiones (AFP).

Los excedentes de los recursos del sector público, que se depositaban en el Banco Central, también se sumaban a la esterilización de la intervención cambiaria. De otro lado, los faltantes temporales de liquidez de la banca —por la mayor demanda estacional de circulante (en particular en julio y diciembre)—, y los mayores requerimientos de liquidez en los días de pago de impuestos, eran cubiertos con créditos de regulación monetaria del Banco Central, conocidos como redescuentos, que generalmente eran *overnight*.

Las intervenciones del Banco Central, en el mercado cambiario, eran de mayor magnitud cuando se enfrentaba a más oferta de dólares, y se percibía alta volatilidad del tipo de cambio. Al inicio del Programa de Estabilización no se requirió montos importantes de esterilización. Sin embargo, como lo muestra el Cuadro 10-3, a partir de 1994, ante la mayor entrada de capitales, el Banco incrementó significativamente sus intervenciones cambiarias y, consecuentemente, las colocaciones de CDBCRP para atenuar el efecto cambiario del mayor ingreso de capitales, y evitar grandes fluctuaciones en el tipo de cambio.

Cuadro 10-3
Fuentes de variación de la emisión primaria (millones de soles)

	1991	1992	1993	1994	1995
Variación de la emisión primaria	408,2	517,2	453,5	869,0	987,0
Operaciones cambiarias	343,6	474,3	403,0	1 290,0	769,0
De las cuales intervención cambiaria (Mill US\$)	926,0	656,5	417,3	1 053,0	653,0
Operaciones monetarias	64,6	42,8	50,5	-421,0	217,0
De las cuales Certificados BCRP	-0,1	0,0	-11,7	-337,3	-91,0
Saldo de Certificados BCRP	0,1	0,0	11,7	349,0	440,0
Saldo de emisión primaria	832,3	1 349,5	1 802,8	2 672,0	3 658,0

Fuente: BCRP, Memorias de 1991 a 1995

Una menor austeridad de la posición fiscal, y la mayor expansión del gasto privado de consumo e inversión, en 1995, indujeron un ajuste de la política monetaria, mediante la elevación de las tasas de interés de los redescuentos y de los Certificados de Depósito del Banco Central. Estas tendencias se revirtieron, en la medida que las acciones fiscales implicaron menos gasto, que coincidió con una menor entrada de capitales externos por la crisis financiera mexicana.

La intervención en el mercado cambiario, con menor control sobre los recursos fiscales, hizo que el Banco Central emitiera mayores montos de CDBCRP para esterilizar liquidez, mediante operaciones de mercado abierto, cuya eficiencia y efectividad fue mejorada. Esto se logró mediante la introducción de nuevos esquemas de subastas con monto anunciado, la ampliación y diversificación de los plazos de colocación, y el aumento del número de participantes, tanto por cuenta propia como de terceros. El saldo promedio de CDBCRP aumentó de S/ 353 millones en 1994 a S/ 645 millones en 1995.

Desde 1995 se ha venido construyendo las bases para la generación de una curva de rendimiento, al ampliar progresivamente los plazos de los CDBCRP, que eran emitidos inicialmente a cuatro semanas, y posteriormente a seis, ocho y doce semanas. La ampliación de los plazos de los CDBCRP ayudó también a reducir la presión continua de vencimientos provocada por el hecho de tener CDBCRP a 28 días. Los certificados de seis semanas se introdujeron para permitir a las instituciones financieras, el manejo de los excesos de liquidez de la primera quincena de cada mes, asociados al comportamiento estacional de la demanda del público por circulante, que tiene una caída en la primera quincena, y un incremento en la segunda quincena.

Como se recuerda, entre las características de la política monetaria del BCRP está su flexibilidad y adaptabilidad, que se ha puesto de manifiesto en la evolución de su meta intermedia y operativa. La meta intermedia pasó: de la tasa de crecimiento de los saldos de la emisión primaria de fin de mes, a la de los saldos promedio, por ser una variable más estable. Posteriormente, desde 1994, se estableció como meta operativa a la cuenta corriente (ver Cuadro 10-4), que las entidades financieras mantienen en el BCRP, la cual constituye un componente de la emisión primaria (y es un indicador disponible diariamente de la posición de liquidez del sistema financiero). Los fondos de encaje exigidos se mantienen en estas cuentas, y sus saldos están vinculados a la demanda de los depósitos de personas y empresas en la banca, en tanto no haya variación en la tasa de

encaje. Los saldos por encima o por debajo de este requerimiento de encaje son considerados excedentes o faltantes de liquidez. Las operaciones monetarias y cambiarias afectan la emisión primaria, a través de retiros o inyección de liquidez en estas cuentas corrientes. Por ello, en 1994, el saldo de la cuenta corriente de los bancos se constituyó en la meta operativa en el manejo de la política monetaria, aunque sin un anuncio numérico del mismo.

Así, las operaciones monetarias y cambiarias del Banco Central buscan mantener niveles razonables de saldos operativos en las cuentas corrientes que el sistema financiero mantiene en el BCRP. De esta manera, evita la existencia de faltantes o elevados excedentes de liquidez que puedan convertirse en movimientos especulativos cambiarios o en expansiones inflacionarias del crédito.

Cuadro 10-4

Meta final, meta intermedia y operativa de la política monetaria

	set.90 – dic.93	ene.94 – dic.97
Meta final	Inflación	Inflación
Meta intermedia	Emisión primaria	Emisión primaria
Meta operativa	-----	Cuenta corriente de los bancos en el BCRP

Fuente: Armas et al. (2019) y Rodríguez et al. (2000).

La estrategia de metas de expansión monetaria funcionó eficientemente hasta marzo de 1994, en tanto se mantenía el vínculo entre la tasa de crecimiento de la emisión primaria y la tasa de inflación (Gráfico 10-6). Sin embargo, con la inflación reduciéndose sostenidamente, y una percepción bastante positiva, por parte de los agentes económicos, del inicio de una estabilidad sostenible en el largo plazo —sumada a la recuperación de la confianza en la moneda nacional— la remonetización económica, y el reinicio del crecimiento económico implicaron la desvinculación de la evolución de los agregados monetarios nominales con la inflación.

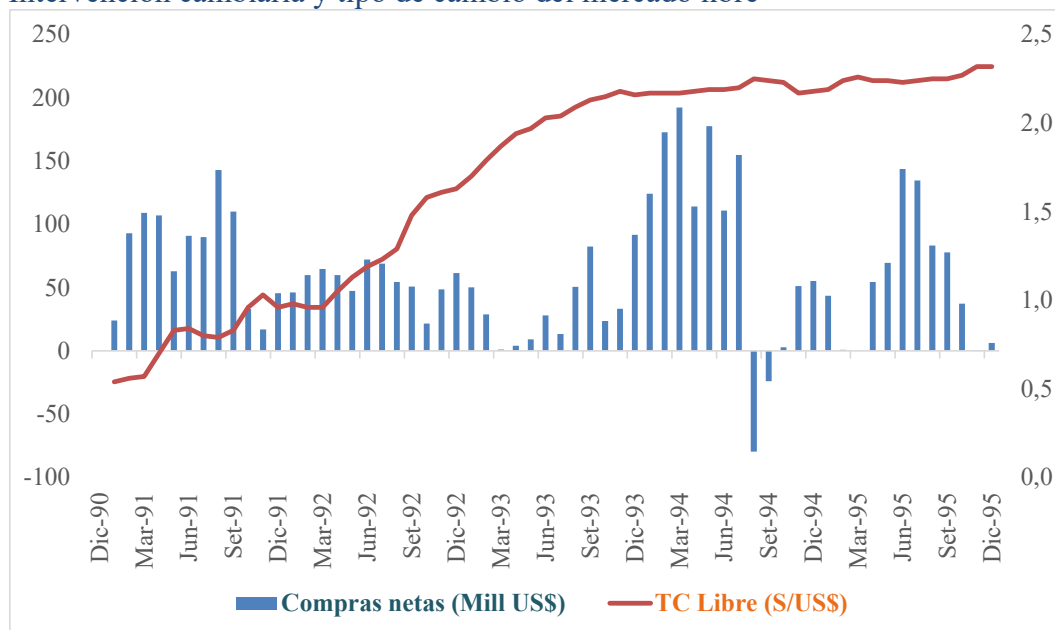
En el Gráfico 10-6 podemos ver que a partir de abril de 1994 es bastante clara dicha pérdida de vínculo nominal. Es en estas circunstancias que el BCRP inicia en 1994 una transición gradual al esquema de metas explícitas de inflación, que se adoptaría años después, estableciendo anticipadamente rangos anuales, como objetivo de inflación, buscando anclar las expectativas de inflación. Para 1994, el rango objetivo para la

inflación fue establecido entre el 20 y el 15%; para 1995 entre 11 y 9%, nivel que fue reduciéndose posteriormente hacia una meta de inflación de un dígito.

5. Política cambiaria

Al inicio del programa de estabilización se tuvo que decidir sobre la política cambiaria a seguir, que incluía la posibilidad de utilizar el tipo de cambio como ancla para las expectativas de inflación. En este escenario, se analizó la opción de un tipo de cambio fijo, con una gran devaluación inicial por encima de la paridad cambiaria (*overshooting*). Como lo explican Rodríguez et al. (2000), las condiciones de la economía implicaban muchos riesgos para esta alternativa, básicamente por el tamaño de los desequilibrios en ese momento: el aumento en los precios públicos tendría que ser mayor, el alto nivel del tipo de cambio que se requería podía ser insostenible, y la inflación resultante también sería mayor. Tomando en cuenta estas consideraciones se instauró el ancla monetaria con un sistema de flotación cambiaria, con intervención del Banco Central (ver Gráfico 10-7), sin que haya compromiso con un nivel de tipo de cambio, en una coyuntura en que era muy difícil determinar el tipo de cambio de equilibrio.

Gráfico 10-7
Intervención cambiaria y tipo de cambio del mercado libre



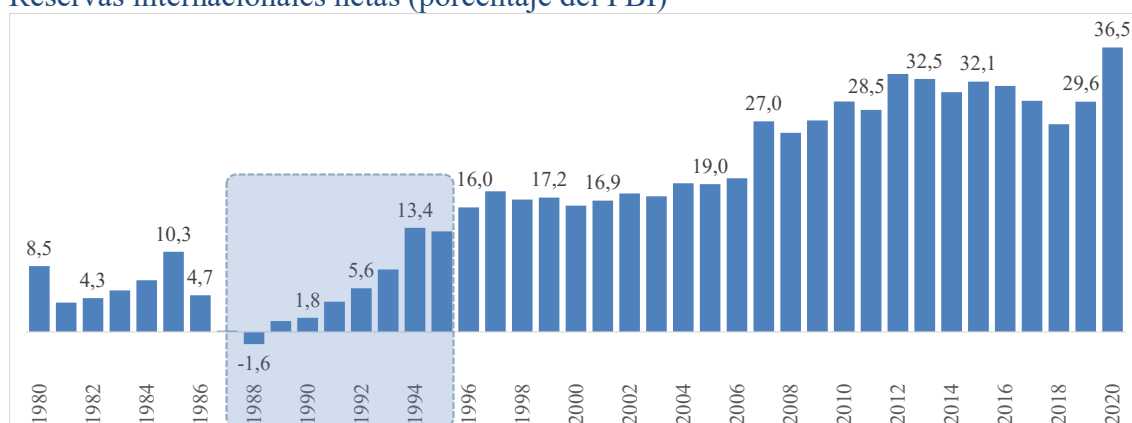
Fuente: BCRP

Este esquema de flotación con intervención, le permitió al BCRP recomponer sus reservas internacionales y, al mismo tiempo, proveer de liquidez en moneda nacional,

mediante compras de moneda extranjera en el mercado cambiario. Estas compras, sin embargo, se supeditarían, a partir de setiembre de 1990, a las metas establecidas para el crecimiento de la emisión primaria.

Las reservas internacionales pasaron de un saldo negativo de US\$ 105 millones en julio de 1990 a uno positivo en US\$ 531 millones al cierre de 1990 y a US\$ 6,6 millones en 1995. El Gráfico 10-8 muestra la importante recuperación de las reservas internacionales, desde 1,8% del PBI en 1990 hasta el 13,4% en 1994.

Gráfico 10-8
Reservas internacionales netas (porcentaje del PBI)



Fuente: BCRP

Junto con la adopción del tipo de cambio flotante, con intervención del BCRP, se inició la eliminación de las restricciones en el mercado cambiario. En octubre de 1990 se reemplazó el sistema de certificados de cesión de divisas, provenientes de exportaciones, por la obligación de la entrega de estas divisas mediante el sistema bancario.

En 1991 se establece mediante una ley, la libre tenencia, uso y disposición de moneda extranjera, la libre convertibilidad de la moneda nacional y que el tipo de cambio será fijado por la oferta y la demanda. La misma norma eliminó el Mercado Único de Cambios (MUC), y con ello, la obligación de entregar los dólares de las exportaciones al Banco Central.

Se fue eliminando las restricciones vigentes para la compra y venta de moneda extranjera, en lo que se refiere a límites por persona o por año, entre otros; se simplificaron los trámites para estas operaciones; y se dismanteló la basta regulación comprendida en las resoluciones cambiarias y cartas circulares del Banco Central.

Se liberaron los depósitos en moneda extranjera, previamente congelados en el sistema bancario, y se autorizó la apertura de cuentas en el extranjero. Se dio libertad para la entrada y salida de capitales al exterior.

6. La Reforma financiera y la autonomía del Banco Central

Una de las reformas más importantes que formó parte del Programa de Estabilización fue la financiera y del mercado de capitales, que terminó con la represión financiera que se arrastraba desde periodos previos. Como otros precios en la economía, las tasas de interés habían estado controladas con límites, que daban como resultado tasas reales negativas y la consecuente desintermediación.

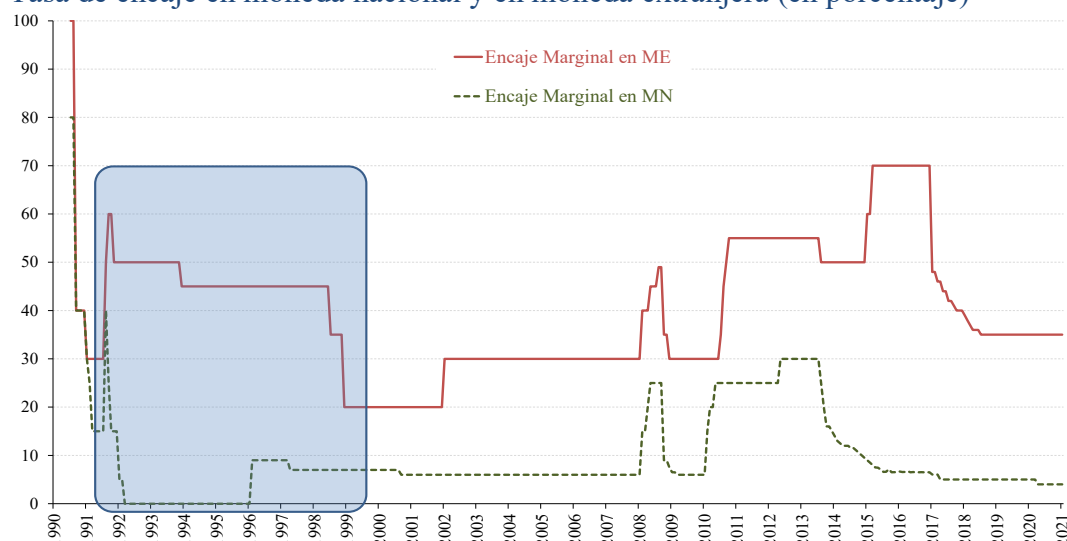
Los niveles persistentes de alta inflación y la hiperinflación en los años 1985-90, que implicaron tasas de interés reales cada vez más negativas, erosionaron los depósitos en los bancos y, en general, la intermediación financiera, al punto que la liquidez total cayó a 5% del PBI, lo que significaba menos de la tercera parte del monto alcanzado en la primera mitad de los 80. El programa de estabilización no solo permitió reducir la inflación, sino también restituir los niveles de monetización de la economía.

La desintermediación financiera se gestó en un ambiente de control de tasas de interés, y de una frondosa regulación financiera, por lo que la remonetización requería, no solo la estabilización de la economía, sino también la desregulación financiera. Esta última debía promover un sistema financiero sólido, con reglas de mercado que acompañaran a la política monetaria, en el objetivo de consolidar la disminución de la inflación, e inducir una mayor intermediación financiera. El manejo de la política de encajes y la liberación de las tasas de interés fueron fundamentales en este proceso.

Con este propósito, como se puede observar en el Gráfico 10-9, se inició la reducción del encaje para los depósitos en moneda nacional desde un nivel medio de 80%, en julio de 1990, hasta llegar al 9%, que era el mínimo establecido en la Ley de Bancos. Esto concuerda con una política monetaria basada en instrumentos de mercado para el manejo de la liquidez, antes que en instrumentos regulatorios como el encaje.

Gráfico 10-9

Tasa de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera (en porcentaje)

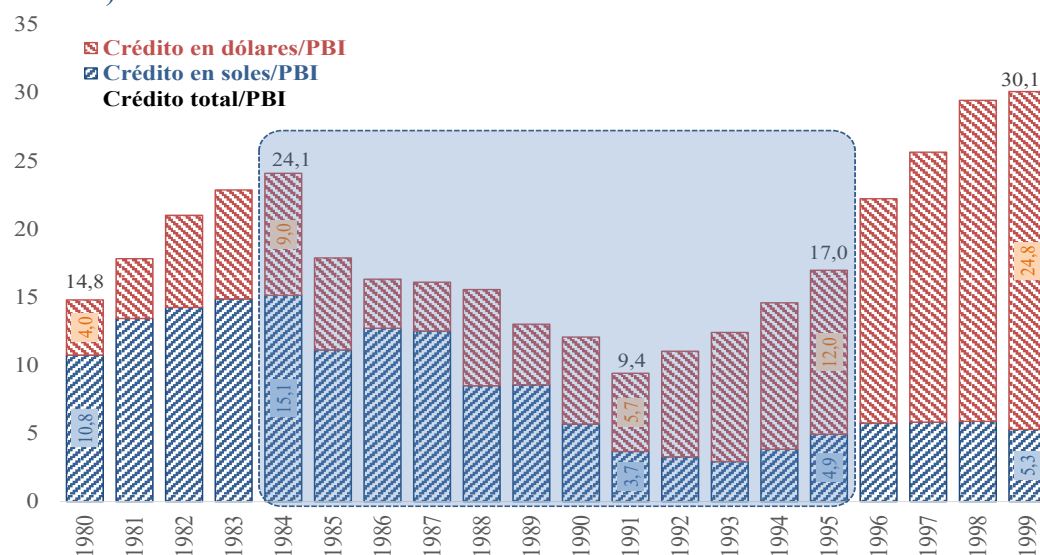


Fuente: BCRP

Con la excepción de un incremento en la tasa de encaje marginal, que se aplicó por dos meses, aproximadamente, en agosto de 1991, para contrarrestar el efecto del ingreso de capitales del exterior, se hizo una reducción gradual de aquella tasa, en moneda nacional, desde 40% a fines de 1990, a 15% en febrero de 1991, hasta llegar a 0% en marzo de 1992; y con ello, la tasa de encaje exigible promedio disminuyó de 45% a fines de 1990 a 9% a fines de 1992.

Gráfico 10-10

Coefficiente de intermediación financiera (Crédito del sistema bancario como porcentaje del PBI)



Fuente: BCRP

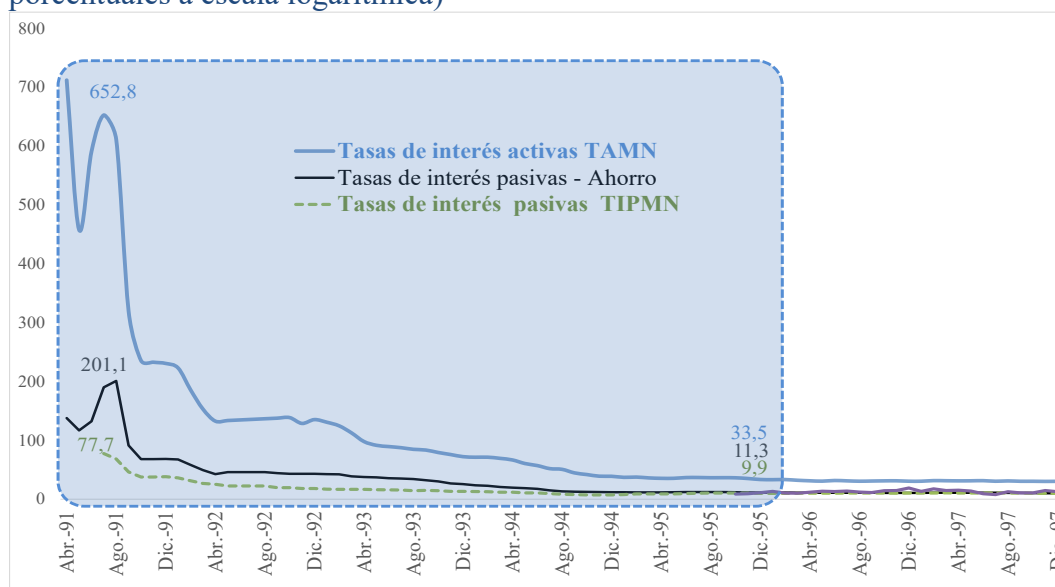
Como parte del proceso de eliminación de prohibiciones y de inicio de la reforma financiera, se liberaron los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero, que habían sido congelados por el anterior Gobierno, y se autorizó la apertura de cuentas en el exterior. El Programa de Estabilización empezó a generar confianza con la liberación de los mercados, y junto con ello, el sistema financiero empezó a recibir grandes flujos de dólares provenientes de stocks mantenidos fuera del sistema, así como la entrada de capitales del exterior. La liquidez en dólares en las instituciones financieras empezó a crecer, a la vez que el crédito en esa moneda, gestándose un proceso de dolarización financiera.

A medida que la intermediación financiera se recuperaba, el crédito como porcentaje del PBI se elevó del 9,4% en 1991 al 17% en 1995 (ver Gráfico 10-10), aunque este crecimiento se dio principalmente en los préstamos en moneda extranjera, debido al aumento de los depósitos en dólares. Esta situación respondía a la persistencia de la memoria sobre la experiencia reciente de la alta inflación, que generó desconfianza en la moneda nacional y la búsqueda de protección en la moneda extranjera. Este comportamiento originó la dolarización de activos y pasivos del sistema financiero, que se mantuvo, inclusive, con la llegada del nuevo siglo, y que conllevó al Banco Central a utilizar al encaje en moneda extranjera (como herramienta para mitigar los riesgos de la dolarización). Es así como, en 1992, se establece un encaje de 50% para los depósitos en moneda extranjera, a modo de frenar el crecimiento del crédito en dólares.

Las tasas de interés para los depósitos y los préstamos en moneda nacional comenzaron a ser establecidos por el mercado, dado que se mantuvieron los límites máximos para estas tasas lo suficientemente altos para que se determinaran libremente por la oferta y demanda. La tasa de descuento del banco central se vinculó con la tasa pasiva media del sistema bancario.

Gráfico 10-11

Tasas de interés activas y pasivas promedio de las empresas bancarias en MN (tasas porcentuales a escala logarítmica)



Fuente: BCRP

El ritmo de reducción de la inflación fue más rápido que el de las tasas de interés nominales, por lo que, al inicio, se observó tasas de interés reales altas en moneda nacional, que fueron disminuyendo conforme las expectativas inflacionarias se acomodaban al menor ritmo de incremento en los precios (Gráfico 10-11). Así, la tasa de interés activa en moneda nacional (TAMN) real se situó en 17,8% mensual a fines de julio de 1991, y se redujo a 2,4% a fines de diciembre de 1995. No obstante, estas tasas reales positivas, la recuperación de la liquidez en moneda nacional fue un proceso más lento que el de la moneda extranjera.

En todo este proceso de remonetización, la mayor demanda de liquidez en moneda nacional fue atendida por el Banco Central de Reserva, a través de compras de moneda extranjera, en un contexto de fuertes entradas de capitales, que, a su vez, como se mencionó, permitió recuperar el nivel de reservas internacionales netas y sostener el tipo de cambio.

Ahora bien, algunas instituciones del sistema financiero nacional (Cuadro 10-5), principalmente la banca estatal de fomento y aquellas vinculadas al sector hipotecario, como las mutuales de ahorro y crédito, en 1992, experimentaron severos problemas de liquidez y solvencia. Esto fue debido al incremento de la cartera pesada, que agravó su debilitada posición patrimonial, proceso que culminó en su liquidación o cierre temporal.

Estas entidades tenían una participación de aproximadamente el 15% de las colocaciones del sistema financiero.

Cuadro 10-5

Instituciones financieras intervenidas o en disolución 1991-1993

	Intervención	Disolución	Absorción	Levantar Intervención	Colocaciones set.91 (S/ miles)	Patrimonio set.91 (S/ miles)
Mutual Puerto Pueblo	Dic-90	Dic-91				
Mutual ASINCOOP	Feb-91	Dic-91				
Banca estatal de fomento*	Nov-91	May-92			371,768	171,805
Banco Agrario del Perú	Nov-91	May-92			14,263	63,444
Banco Industrial del Perú	Nov-91	May-92			107,138	10,557
Banco Minero del Perú	Nov-91	May-92			2,681	-52,682
Banco de la Vivienda del Perú	Nov-91	May-92			125,484	144,722
Banco Central Hipotecario	Ene-92	Ago-92			22,202	5,764
Mutual Ica	Nov-91	Ago-92				
Banco Central de Crédito Cooperativo del Perú (CCC)	Dic-91	Mar-92				
Caja de Ahorros de Lima (CAL)	Ene-92	May-92				
Peruinvest Compañía de Fomento de Inversiones		May-92				
Mutual Chiclayo	May-92	May-92				
Mutual Perú		Jun-92				
Mutual Santa Rosa		Jun-92				
Mutual Metropolitana	Jul-92	Nov-92				
Mutual del Centro	Jul-92	Set-92				
Mutual de Arequipa	Jul-92	Dic-92				-7,286
Financiera del Sur	Set-92			Feb-93		
Banco Regional Sur Medio y Callao	Set-92		Nación			
Banco Popular del Perú	Nov-92	Dic-92				
Mutual Loreto		Feb-93				
Mutual Panamericana	Set-93					-745
Mutual Tacna		Nov-93				

Fuente: BCRP, Memoria 1993

Se derogó la ley de 1987 de estatización de la banca, y se emitió una nueva ley del sistema financiero, que fomentó la competencia, creó la banca múltiple y el seguro de depósitos. Se cerró la banca estatal de fomento, se redefinió las funciones del Banco de la Nación como tesorero del Estado, y la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) fue designada como banca de segundo piso. Asimismo, se levantó la reserva bancaria para las operaciones activas de los bancos, y se delimitó el rol del Estado, al prohibírsele participar en instituciones bancarias comerciales de primer piso, salvo inversiones en la banca multinacional y, transitoriamente, en casos de rehabilitación.

Al mismo tiempo, se fortaleció instituciones claves como el Banco Central y la Superintendencia de Bancos, Seguros y AFP, dándoles autonomía institucional; y se

reforzó la supervisión bancaria con la introducción de regulaciones prudenciales incorporando los principios de Basilea.

En diciembre de 1992 se aprobó una nueva Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú, que establece como su única finalidad el preservar el valor de la moneda. Además, prohibió el financiamiento del Banco Central al sector público y a las instituciones financieras estatales de fomento; le impide también: asignar recursos para promover alguna actividad económica específica, imponer coeficientes sectoriales o regionales en la composición de la cartera de colocaciones de las instituciones financieras, y crear tipos de cambio múltiples. Asimismo, propició que las tasas de interés sean determinadas por la libre competencia.

La Memoria de 1992 del BCRP publicó el siguiente recuadro con las principales diferencias de la nueva Ley Orgánica con relación a la derogada:

Recuadro 10-1

Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú

La experiencia inflacionaria cuyo origen se encuentra en el financiamiento del Banco Central al fisco -tanto directo cuanto indirecto- ha mostrado que la discrecionalidad consagrada en la anterior Ley Orgánica era inadecuada. La nueva Ley Orgánica permite una mayor eficiencia en la conducción de la política monetaria, específicamente en lo referente a su objetivo antiinflacionario para preservar el valor de la moneda, finalidad única del BCRP. Con relación a las funciones del BCRP, las principales diferencias respecto a la anterior ley orgánica son las siguientes:

- a. El Banco Central no puede financiar directa ni indirectamente al sector público. El Banco sólo puede comprar bonos del Tesoro Público en el mercado secundario y hasta un límite del 5 por ciento del saldo de la base monetaria al cierre del año anterior. La derogada Ley Orgánica establecía que el BCRP podía financiar al fisco para cubrir las diferencias estacionales entre la recaudación y los egresos. Además, no imponía límites cuantitativos a las operaciones de compra y venta de bonos, títulos y otras obligaciones libremente negociables del gobierno.
- b. El BCRP está prohibido de conceder financiamiento a las instituciones financieras estatales de fomento. Tampoco puede asignar recursos para constituir fondos especiales con el fin de promover alguna actividad económica. De igual forma, el Banco está impedido de imponer coeficientes sectoriales o regionales en la composición de la cartera de colocaciones de las instituciones financieras. La Ley Orgánica anterior no establecía estos impedimentos, más bien estipulaba la facultad del Banco para constituir fondos especiales de promoción.
- c. La nueva Ley Orgánica establece la prohibición de fijar regímenes de tipo de cambio múltiples. Asimismo, establece que las disposiciones en materia cambiaria que dicte no permitirán tratamientos discriminatorios.
- d. Según la nueva Ley, el BCRP procurará que las tasas de interés sean determinadas por la libre competencia.
- e. Establece el mecanismo para la recapitalización del BCRP mediante la entrega de bonos por parte del Tesoro, que cubran las pérdidas acumuladas y alcanzar el monto de capital autorizado (inicialmente S/. 50 millones).

Fuente: BCRP, Memoria 1992

La nueva Ley Orgánica del BCRP otorga al Banco Central independencia al establecer que su presidente y los miembros del directorio solo podrán ser removidos por incumplimiento de la ley, y también al institucionalizar el proceso de capitalización del Banco Central.

El marco institucional para una política monetaria independiente, establecido por la Ley Orgánica del Banco Central fue reforzado por la Constitución peruana (1993), que señala que el Banco tiene autonomía, según su Ley Orgánica, y su finalidad es garantizar la estabilidad monetaria; asimismo incorpora la prohibición de que el Banco Central financie al erario (ver también el Capítulo 9 de este libro).

Es en aplicación de lo normado en la nueva Ley Orgánica, que en el año 1994 se restituye el capital del Banco Central mediante la entrega de bonos “Capitalización Banco Central de Reserva del Perú” por S/ 614 millones, con lo cual, el capital legal del instituto emisor alcanzó un nivel inicial de S/. 50 millones, luego de un proceso de consolidación y reconocimiento por el Gobierno, de las pérdidas generadas por operaciones cuasifiscales efectuadas durante el periodo 1985-1990, derivadas del financiamiento al Tesoro Público y a la banca estatal de fomento.

7. Política comercial

La política monetaria independiente estuvo orientada a alcanzar el objetivo de estabilidad de precios, esencial para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento sostenido. Sin embargo, la distorsión de los precios relativos dificulta una óptima asignación de los recursos. La reforma comercial complementó el esfuerzo para alinear los precios relativos y, con ello, fomentar una más eficiente asignación de los recursos para un crecimiento económico más sostenido.

El programa aplicado por el Gobierno incluyó la reforma comercial, que disminuyó la dispersión de los aranceles y eliminó las barreras paraarancelarias, con la finalidad de aumentar la competitividad del sector transable de la economía, con un impacto positivo en los precios internos, al mismo tiempo que se simplificaba el sistema en beneficio de una recaudación más eficiente. Se redujo el arancel mínimo, se disminuyó

el número de productos prohibidos de importar, y se suprimió gran parte de las exoneraciones.

Tras la eliminación de las restricciones cuantitativas y la reducción inicial de los aranceles, en agosto de 1990, el proceso de reforma arancelaria se aceleró, en marzo de 1991, reduciendo la gama de aranceles a dos tasas: 15 y 25%, quedando la mayoría de las transacciones con la tasa más baja (véase el Cuadro 10-6 y Gráfico 10-12). Se simplificaron los procedimientos aduaneros, y se dejó libre la importación de alimentos que antes eran monopolios estatales.

Además, se introdujo una tasa arancelaria especial de 5% sobre las importaciones de chatarra de hierro por la entonces siderúrgica estatal (SIDERPERU) y se adoptó un recargo variable para unas 18 importaciones de alimentos básicos para proteger al sector agrícola. Se eliminó el impuesto temporal sobre las exportaciones para todos los exportadores, en marzo de 1991, excepto las grandes compañías mineras, y se amplió el sistema de ingreso temporal libre de impuestos de insumos importados, a modo de incluir a todas las industrias exportadoras. Se eliminaron los créditos subsidiados previos a la exportación (FENT), así como también el otorgamiento de subsidios para exportaciones no tradicionales (CERTEX) a nuevas operaciones.

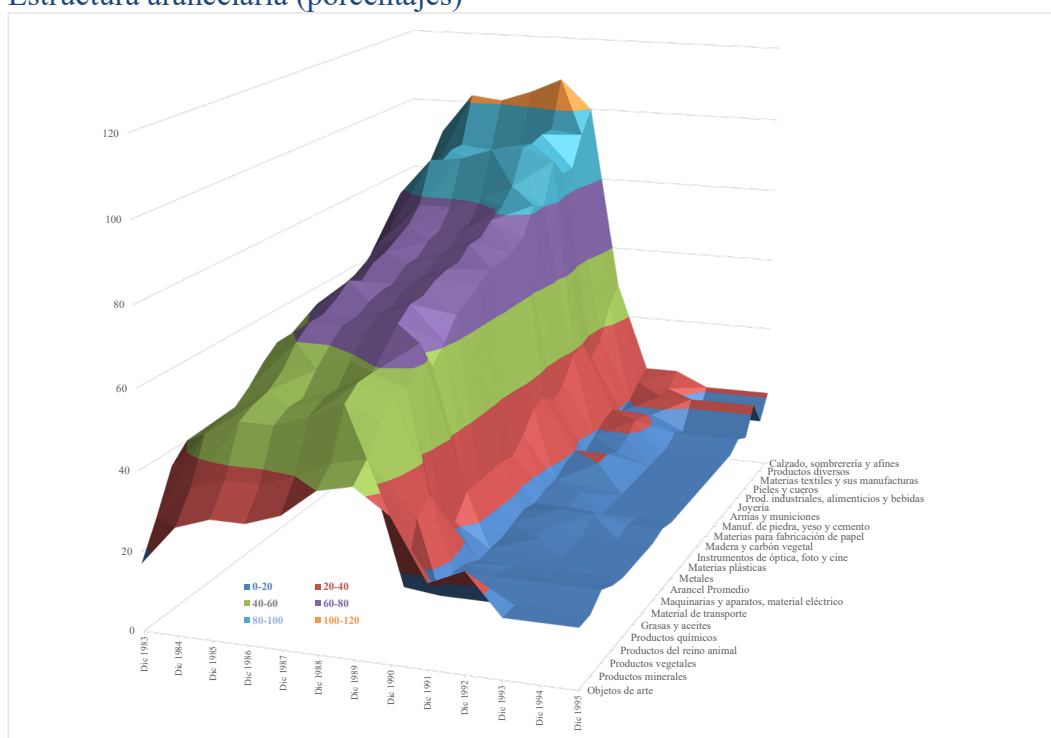
Cuadro 10-6
Nivel y estructura arancelaria

	dic.89	set.90	dic.90	dic.91	dic.92	dic.93	dic.96	dic.97	dic.03	oct.07	dic.13	dic.20
Arancel promedio con sobretasas (%)	66	32	26	17	18	16	16	13,5	10,4	5,8	3,2	2,2
Desviación Estándar	25	17	13	4	4	3	3	3,5	6,1	6,2	3,8	3,6
Arancel máximo (%)	84	50	50	25	25	25	25	20	20	20	11	11
Arancel máximo con sobretasa (%)	110	60	50	25	25	25	25	25	25	25	n.d.	n.d.
Sobretasa al valor CIF (%)	19	10	0	0	0	0	0	5	5	5	n.d.	n.d.
Número de partidas con tasas:	5 266	5 269	5 269	5 269	6 483	6 483	6 498	6 527	6 992	7 351	7 554	7 790
a de 0%	10	0	0	0	0	0	0	0	0	3 568	4 224	5 564
b De más de 0% y hasta 10%	683	0	0	0	0	0	0	0	2 998	2 718	2 538	1 546
c De más de 10% y hasta 20%	298	2 177	2 177	4 319	4 779	5 629	5 632	6 527	3 994	1 065	792	680
d De más de 20% y hasta 30%	530	1 945	1 945	950	1 704	854	866	0	0	0	0	0
e De más de 30% y hasta 40%	689	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
f De más de 40% y hasta 50%	1 143	1 147	1 147	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g De más de 50% y hasta 60%	562	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h De más de 60% y hasta 70%	126	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
i De más de 70% y hasta 80%	285	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
j De más de 80%	940	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: BCRP, MEF

La simplificación de la estructura arancelaria fue el primer paso en la reforma comercial, que continuó en los siguientes años, con la revisión y modificación de las tasas y partidas arancelarias, y que contribuyó a eliminar las distorsiones de precios relativos.

Gráfico 10-12
Estructura arancelaria (porcentajes)



Fuente: BCRP

Otras reformas

Durante este período, además de la tributaria, la comercial y la financiera se adoptaron varias reformas estructurales entre las que se puede mencionar:

Reforma laboral. Hasta mediados de los 90 existía un sistema de indexación de los salarios con relación a la inflación de periodos anteriores. Como parte del Programa de Estabilización, se rompió con este sistema de indexación, y se trató de vincular los salarios con las inflaciones futuras y con una menor frecuencia en los ajustes.

El Gobierno anunció, en septiembre de 1990, que los salarios del sector privado se determinarían libremente, eliminó la indexación salarial en las empresas públicas, y comenzó a requerir la aprobación gubernamental para aumentos de sueldos.

Durante 1991, el Gobierno suspendió los aumentos generales y dejó que las remuneraciones se establecieran, de acuerdo con la situación individual de las empresas, y a las negociaciones de las partes involucradas. En promedio, los salarios mostraron una tendencia creciente ese año.

Se emitió la Ley de Fomento del Empleo con el objeto de reducir los costos laborales, y flexibilizar las condiciones contractuales y de despido, creando nuevas modalidades de empleo como los de contrato temporal y de plazo determinado. Se emitió la Ley de Compensación por Tiempo de Servicios. La Constitución de 1993 sustituyó la estabilidad laboral por la protección contra el despido arbitrario.

Reforma del sistema de pensiones. Se modificó el sistema de pensiones con el establecimiento de un sistema privado de capitalización de cuentas individuales con aportes definidos. El Sistema Privado de Pensiones fue creado el 6 de diciembre de 1992 (Decreto Ley 25897), como alternativa al Sistema Nacional de Pensiones (SNP), administrado por el Estado. El Gobierno otorgó un bono de reconocimiento por los aportes al sistema público, antes del traslado al sistema privado de pensiones a pagarse al momento de la jubilación. Se mantuvo el sistema público de pensiones, con sus planes de tipo preferencial y general.

Inversión y Privatización de empresas públicas. Se emite el Decreto Legislativo 674 de Promoción de Inversión Privada en las Empresas de Estado, y se crea la Comisión de la Promoción a la inversión Privada (COPRI), con la finalidad de reforzar el proceso de privatización de las empresas públicas, y de promover la inversión privada. Esta iniciativa se complementa con el establecimiento de igualdad en el trato al capital nacional y al extranjero mediante el Decreto Legislativo 662 (Ley de Fomento a las Inversiones Extranjeras).

A fin de facilitar las transacciones y dar una señal del cambio en el régimen monetario, el Banco Central introdujo una nueva moneda, el nuevo sol, en julio de 1991, con la tasa de 1 nuevo sol por 1 000 000 de intis.

Reinserción financiera internacional

La credibilidad del programa de estabilización — bastante riguroso, implementado por el Perú en agosto de 1990, y su claro interés por reinsertarse al sistema financiero internacional reflejado en el reinicio de los servicios de su deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en octubre 1990 y el Banco Mundial en noviembre 1990 — produjo apoyo de la comunidad internacional. Estados Unidos y Japón iniciaron, en abril 1991,

en Nagoya, coordinaciones para organizar a un grupo de países donantes, con la participación de Alemania, Bélgica, Canadá, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido, Suecia y Suiza, a manera de unir esfuerzos y proveer de financiamiento. Asimismo, Chile, Colombia, México y Venezuela colaboraron con préstamos puente a corto plazo. El Grupo de Apoyo se instauró en setiembre de 1991, concretando un financiamiento por US\$ 1 022 millones para 1991-1992 (ver Cuadro 10-7), mientras que los países latinoamericanos brindaron créditos puente de corto plazo por US\$ 107 millones.

Cuadro 10-7

El proceso de reinserción financiera internacional del Perú 1990-1996

	Organismos Multilaterales (FMI, BID, BM)	Grupo de Apoyo	Club de Paris
Oct.-nov. 90	Reinicio servicio deuda BID y BM		
abr. 91		Ira. reunión Nagoya, lideran EE. UU. y Japón	
set. 91	FMI: programa acumulación de derechos RAP. US\$ 900 millones de refinanciación. BID: crédito US\$ 425 millones para pagar atrasos US\$ 377 millones	Financiamiento US\$ 1 022 millones bienio 1991-92 (50% donación)	Reprogramación de vencimientos US\$ 4 600 millones entre 1991-1992
dic. 92	FMI: RAP Conclusión satisfactoria. Normalización de relaciones con FMI y los acreedores. BM: Refinanciación US\$ 900 millones y crédito de US\$ 917 millones		
mar. 93	Servicio Ampliado del FMI (SAF) vigencia mar.93 – mar.96 por DEG 1,018 millones. Pago, atrasados a FMI. DEG 643 millones. Pago, atrasados a BM US\$ 867 mills.	EE. UU. y Japón otorgan financiamiento para pagar atrasados FMI. Perú les paga con SAF	
may. 93			Reprogramación de vencimientos US\$ 1 900 millones entre 1993-1994
jul. 96			Reprogramación de vencimientos US\$ 6 700 millones entre 1996-1998

Fuente: BCRP, Memoria 1997; MEF

Con el aval del Grupo de Apoyo, el FMI aprobó el Programa de Acumulación de Derechos (RAP por sus siglas en inglés), en setiembre de 1991, garantizando fondos de refinanciamiento por US\$ 900 millones. El compromiso del Perú estuvo asociado a lograr inflaciones mensuales de un dígito, al cierre de 1991, y de niveles internacionales al cierre de 1992; viabilizar su posición de pagos externos reestableciendo vínculos con los acreedores, y alcanzar crecimientos de 2,5 a 3% en 1991 y 3,5% en 1992. El Perú cumplió satisfactoriamente con sus compromisos del RAP, y con ello normalizó sus relaciones

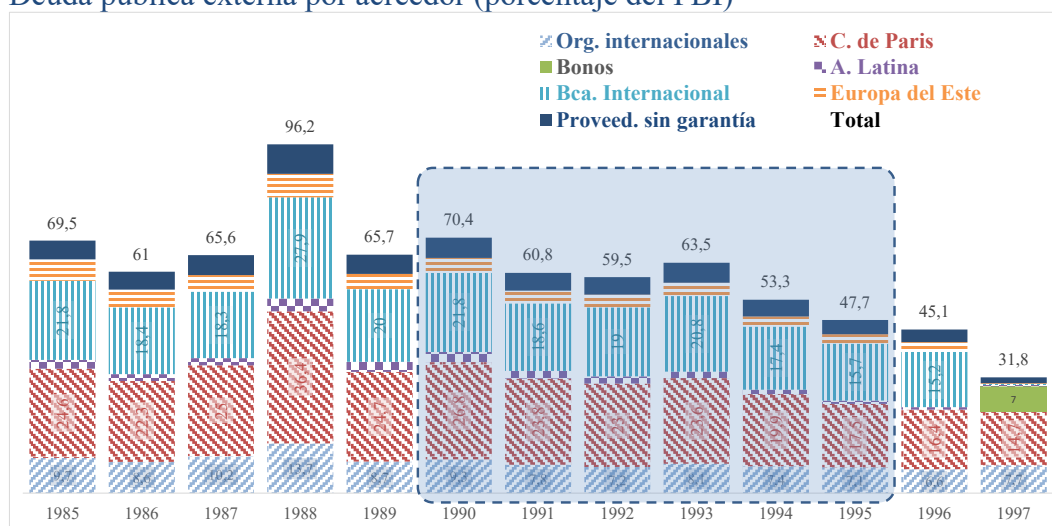
con el FMI, y con todos los otros acreedores internacionales. En marzo de 1993, recibió el Programa del Servicio Ampliado del FMI (SAF) con vigencia hasta marzo de 1996, que involucró DEG 1 018 millones², de los cuales se utilizaron DEG 643 millones para repagar a EE. UU. y Japón por su apoyo en el financiamiento del pago de la deuda atrasada con el FMI.

Asimismo, en diciembre de 1992, el Perú concretó con el Banco Mundial un mecanismo similar al del FMI, y consiguió refinanciar US\$ 900 millones de su deuda con este organismo. En marzo de 1993 el Perú pudo pagar su deuda atrasada con dicha entidad bancaria.

Del mismo modo, el Perú acordó, en 1991, la reprogramación de los vencimientos de su deuda con el Club de París por US\$ 4 600 millones, pagaderos entre 1991 y 1992. Una segunda reprogramación fue acordada en mayo de 1993 por US\$ 1 900 millones, a ser cancelados entre 1993 y 1994. Y la tercera y última reprogramación y vencimientos con el club de París fue firmado en julio 1996 por US\$ 6 700 millones, a honrarse entre 1996 y 1998, con el cual cumplió satisfactoriamente sus obligaciones con dicho acreedor.

Gráfico 10-13

Deuda pública externa por acreedor (porcentaje del PBI)



Fuente: MEF

Los acuerdos con los organismos multilaterales y con el Club de París, avalados por el Grupo de Apoyo, le permitieron al Perú reducir su deuda del 70,4% del PIB en

² La sigla DEG se refiere a Derechos Especiales de Giro. Un DEG es una unidad de cuenta utilizada por el FMI y está compuesto por una canasta de monedas.

1990 al 47,7% en 1995 y al 31,8% en 1997. Ello fue, principalmente, por los acuerdos de facilidad de refinanciamiento con el club de París, que redujo la deuda con este del 26,8% en 1990 al 14,7% en 1997; y con los organismos multilaterales, cuya deuda pasó del 9,3% del PBI al 7,7% en 1997 (Gráfico 13).

Reanudación del crecimiento económico

Entre las condiciones fundamentales para un crecimiento económico sostenido se halla la estabilidad macroeconómica, sustentada en las disciplinas fiscal y monetaria, con unas cuentas externas sostenibles de largo plazo, una posición de deuda pública razonable y un sistema financiero sólido. El Perú estabilizó los precios desde 7 650% en 1990 a niveles menores del 10% anual en 1995. Asimismo, el período 1993–95 marcó la reanudación del crecimiento sostenido de la economía peruana. La sólida evolución de la economía obedeció a condiciones externas positivas; al cierre de una brecha del producto negativa; y a una adecuada combinación de políticas macroeconómicas; y el inicio de reformas estructurales esenciales para la solidez del sistema microfinanciero (con un adecuado control de las vulnerabilidades). El PBI real creció a una tasa media de aproximadamente 7% en 1993–95, superando el récord, hasta entonces sin precedentes, del PBI real de 1987.

8. Conclusiones

El programa de estabilización, que se inició en agosto de 1990, fue exitoso en combatir la hiperinflación, igual que la restitución de los precios, como señal para el funcionamiento eficiente de la economía. Piedra angular fue la instauración de una política monetaria independiente, llevada a cabo por un Banco Central autónomo, que fue acompañada de una disciplina fiscal, que equilibró las cuentas del sector público.

La estabilización de la economía con una política monetaria, cuyo único objetivo era controlar la inflación, propició la remonetización y el fortalecimiento del sistema financiero, y se constituyó en el fundamento del crecimiento sostenido que experimentó la economía peruana en los siguientes años.

La consolidación de esta gran estabilización, en el largo plazo, requiere confrontar uno de los retos más importantes de la economía peruana, la reducción de la dolarización financiera. Para conseguirlo, es crucial preservar la estabilidad de precios y, a la vez, acrecentar la confianza en la moneda peruana.

REFERENCIAS

- Armas, A., Grippa, F., Quispe, Z. & Valdivia, L. (2001). De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: El caso peruano, *Estudios Económicos*, 7, 7-23
- Banco Central de Reserva del Perú (1991). *Memoria 1990*
- Banco Central de Reserva del Perú (1992). *Memoria 1991*
- Banco Central de Reserva del Perú (1993). *Memoria 1992*
- Banco Central de Reserva del Perú (1994). *Memoria 1993*
- Banco Central de Reserva del Perú (1995). *Memoria 1994*
- Banco Central de Reserva del Perú (1996). *Memoria 1995*
- Banco Central de Reserva del Perú (1997). *Memoria 1996*
- Banco Central de Reserva del Perú (1998). *Memoria 1997*
- Rodríguez, M., Valderrama, J., & Velarde, J. (2000). El programa de estabilización. En R. Abusada, F. Du Bois, E. Morón & J. Valderrama (Eds), *La Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa*, (pp. 91–119). Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- Rossini, R. & A. Santos A. (2015). La reciente historia económica del Perú: Del estancamiento, la desorganización y la mala gestión al crecimiento, la estabilidad y las políticas de calidad. En A. Werner & A. Santos (Eds.). Perú: Manteniéndose en el camino del éxito económico, Fondo Monetario Internacional, Washington DC, 1-28.
- Rossini, R. (2016). La política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú en los últimos 25 años. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú*, (pp. 23–35). Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Velarde, J. & Rodríguez, M. (1992a). Lineamientos para un programa de estabilización drástico. Documento de Trabajo 1, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, Lima.
- Velarde, J. & Rodríguez, M. (1992b). Programa económico de 1990: Evaluación del primer año. Documento de Trabajo 2, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, Lima.

CAPÍTULO 11

EL CONTROL DE AGREGADOS MONETARIOS 1990-2000

Hugo Vega de la Cruz

1. Introducción

El esquema de control de agregados monetarios fue uno de los pilares de la estrategia adoptada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) para reducir la inflación a un dígito tras el episodio hiperinflacionario de finales de los ochenta. Este se escogió tomando en cuenta su adaptabilidad al caso peruano y que el contexto que atravesaba nuestra economía a principios de los 90 dificultaba implementar uno más moderno, de control de tasa de interés, que ya se utilizaba en países desarrollados. Sin embargo, cuando se logró reducir la inflación a un dígito se presentaron otros retos, que llevaron al Banco Central a cambiar nuevamente de esquema y optar por el de metas explícitas de inflación (que es el actual).

Este capítulo tiene dos objetivos principales. El primero, consiste en presentar el esquema de control de agregados monetarios que utilizó el BCRP para bajar la inflación desde un nivel de 7 650% a 3,7% entre los años 1990 y 2000. A lo largo de la historia, veremos cómo este esquema de control de agregados monetarios fue evolucionando: conforme la inflación disminuía, el ente emisor iba ganando credibilidad y el esquema se iba refinando hasta convertirse en el precursor del esquema de metas de inflación. El segundo objetivo consiste en detallar el desarrollo de los instrumentos de política monetaria durante el periodo: la intervención cambiaria, las operaciones de mercado abierto y los encajes. Todos los instrumentos del Banco Central sufrieron cambios en el proceso de recuperación del control monetario, y del desarrollo del mercado interbancario

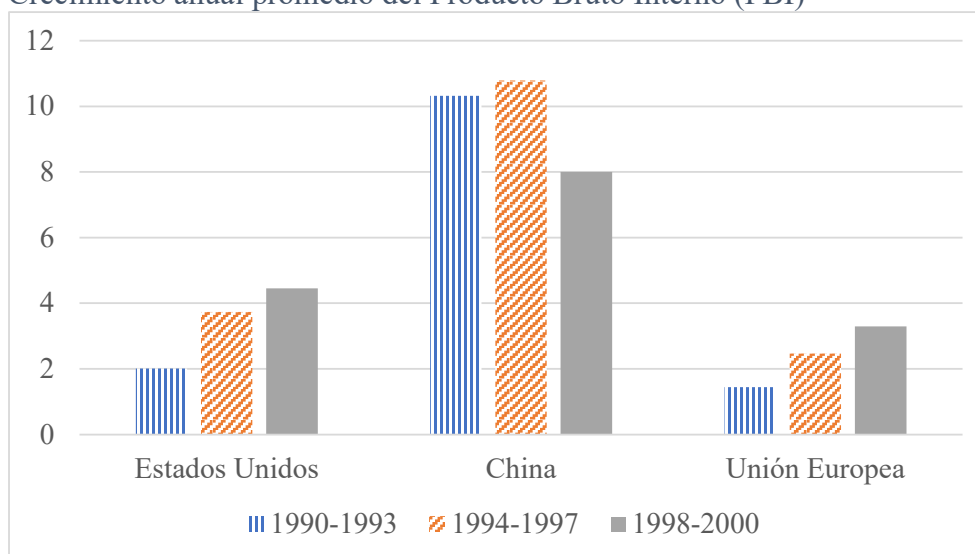
local. Entrar en el detalle de estos puede ser abrumador, pero es necesario hacerlo para una mejor comprensión de cómo funcionaba en la práctica el control de los agregados monetarios, y como este se transformó, en una década, en respuesta a los cambios en el sistema financiero peruano, a los choques externos y a las demandas de la política monetaria.

En la segunda sección se presentará el contexto externo y local en el cual se desarrolló la política monetaria. Luego, en la tercera sección, se pasará a exponer a qué nos referimos con un “esquema de agregados monetarios”. En la cuarta sección se plantearán los objetivos de la política monetaria, para luego, en la quinta sección, detallar el diseño de política monetaria del BCRP. La sexta sección muestra los resultados del esquema de control indirecto, mientras que en la séptima sección se verán los problemas que surgieron con este esquema, y finalmente daremos conclusiones.

2. Contexto externo y local

Los años 90 fueron un período de reactivación económica a nivel mundial: hacia mediados de esa década, las economías de los Estados Unidos, la China y la Unión Europea exhibieron tasas de crecimiento robustas (ver Gráfico 11-1).

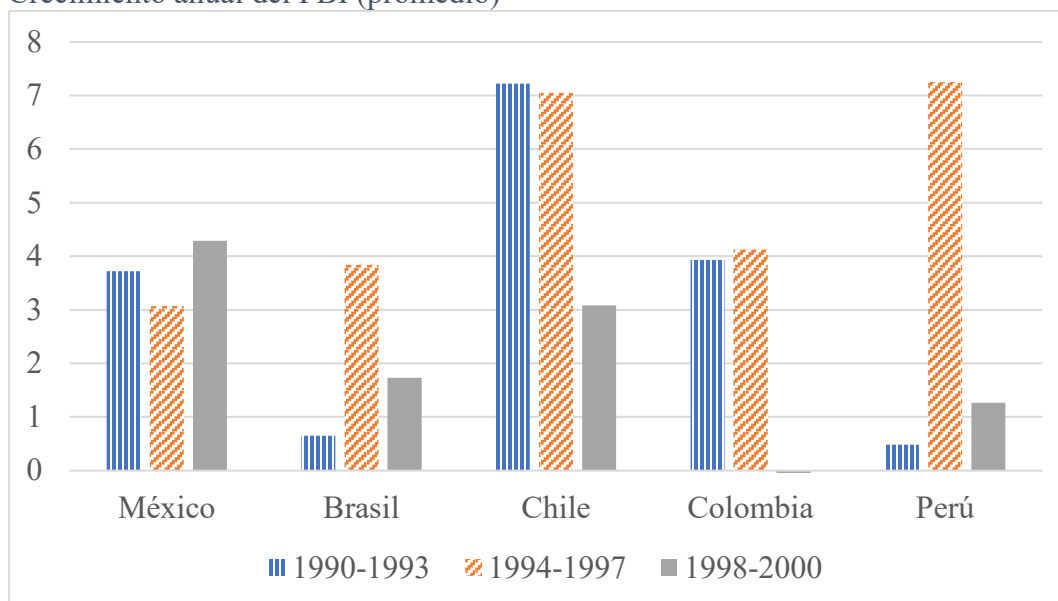
Gráfico 11-1
Crecimiento anual promedio del Producto Bruto Interno (PBI)



Fuente: Banco Mundial

Ello se tradujo en entradas de capitales significativas a economías emergentes, como las latinoamericanas, que mostraron un desempeño heterogéneo en ese periodo, dependiendo de sus condiciones iniciales y las reformas estructurales que implementaron. La economía mexicana, la chilena y la colombiana crecieron fuertemente en el ciclo, que va de 1990 a 1993, mientras que las de Brasil y el Perú exhibieron inicialmente tasas de crecimiento muy bajas, comparadas a los de sus pares, pero una recuperación firme en los años entre 1994 y 1997 (ver Gráfico 11-2). Asimismo, el flujo de capitales hacia mercados emergentes, producto del contexto externo positivo, también le permitió al Perú acumular reservas internacionales netas.

Gráfico 11-2
Crecimiento anual del PBI (promedio)



Fuente: Banco Mundial

Es importante señalar que, en este periodo, la región latinoamericana, y las economías emergentes en general, fueron afectadas por dos grandes crisis. Primero, la del tequila en 1994 (México), y luego la crisis rusa en 1998. La crisis mexicana de 1994 no tuvo un impacto significativo sobre la economía peruana, que se encontraba en recuperación económica, tras la hiperinflación de fines de los 80; más bien, gozaba de entradas de capitales significativas, en parte, por el proceso de privatizaciones, comprendido en las reformas estructurales de principio de los 90. En cambio, la crisis rusa sí impactó de manera relevante sobre la economía peruana, la cual registró tasas de crecimiento mucho más bajas en el periodo de 1998 al 2000. Sin embargo, el efecto de la

crisis rusa sobre la economía peruana, así como la respuesta de política monetaria que suscitó, serán materia del siguiente capítulo.

En el Perú, la hiperinflación de finales de los 80 se caracterizó por una fuerte expansión de la base monetaria a raíz de dos elementos principales: primero, la política cambiaria que obligaba al Banco Central a cubrir el diferencial entre el tipo de cambio para las operaciones de exportación, y aquel que se aplicaba a las operaciones de importación (que eran subsidiadas de esta forma). Segundo, el financiamiento del déficit fiscal y los préstamos, otorgados a través de la banca de fomento estatal, también fueron cubiertos mediante emisión inorgánica.

Este crecimiento masivo de la base monetaria desató un proceso hiperinflacionario que, como dijimos, llegó a su cúspide en 1990 con una tasa de inflación de 7 650%. Como resultado, la intermediación financiera cayó drásticamente, y la dolarización de los activos financieros de los agentes económicos se elevó (ver Cuadro 11-1).

Cuadro 11-1
Indicadores macroeconómicos 1986-1990

	1986	1987	1988	1989	1990	Prom. 86-90
<i>Var (%)</i>						
PBI Real	10,0	8,4	-8,8	-11,7	-3,8	-1,6
PBI Real per cápita	7,6	6,1	-10,6	-13,4	-5,6	-3,6
Índice de precios al consumidor	62,9	114,5	1 722,3	2 775,3	7 649,7	972,5
Tipo de cambio nominal	40,8	77,4	827,0	1 383,0	4 574,3	593,6
Base monetaria	68,9	111,0	438,2	1 783,3	5 214,0	618,9
Términos de intercambio	-10,9	2,3	8,2	-3,5	-9,6	-3,0
<i>En % del PBI</i>						
Déficit fiscal	-9,7	-13,5	-16,3	-13,2	-8,7	-12,3
Déficit de cuenta corriente	-5,9	-5,6	-7,7	-1,7	-3,8	-5,0
Deuda externa pública	48,1	42,4	69,0	54,5	51,8	52,9
<i>En millones de dólares</i>						
Balanza comercial	-73	-500	-134	1,246	399	188
Exportaciones	2 576	2 715	2 731	3 533	3 321	2 975
Importaciones	2 649	3 215	2 865	2 287	2 922	2 788
Reservas internacionales	958	43	-352	357	531	307
Reservas internacionales (mesa de importaciones)	3,1	0,1	-1,0	1,2	1,6	1,0

Fuente: BCRP.

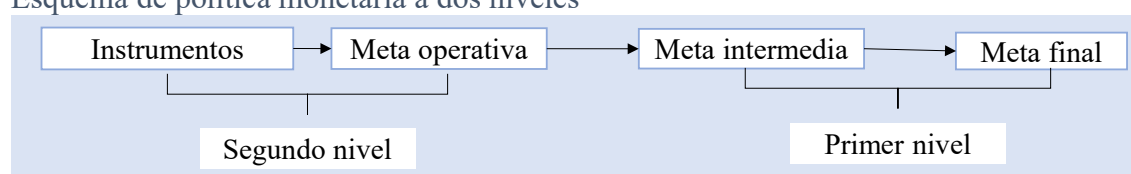
El gobierno de Alberto Fujimori, en 1990, implementó un severo programa de estabilización económica, orientado a reducir la inflación (conocido como el *shock*):

todos los controles de precios, que estaban vigentes hasta ese momento (incluyendo el tipo de cambio), fueron retirados, y los precios se dispararon una última vez. Las expectativas de inflación y depreciación disminuyeron, y la economía comenzó el camino a la recuperación. La reforma de la política monetaria y el Banco Central mismo estuvieron entre los elementos principales del programa de estabilización: la hiperinflación había resultado en una contracción del producto de 8,9% anual, en promedio, entre los años 1988 y 1990, y la intermediación financiera se redujo hasta 5% del Producto Bruto Interno (PBI) en 1990.

3. Esquema de agregados monetarios

Según Cuadrado (2015), en un plan de estabilización económica, la política monetaria consiste en el uso de los instrumentos monetarios para alcanzar los objetivos de corto plazo, principalmente, la estabilidad de precios. Para ello, se utilizan los esquemas de política monetaria conocidos como “control a dos niveles” (ver Gráfico 11-3). Estos buscan alcanzar una o más metas finales, a través de variables o metas intermedias, cuyo comportamiento es regulado por los bancos centrales, indirectamente, mediante otras variables más cercanas o directas a la autoridad monetaria, que puedan ser controladas usando los instrumentos monetarios.

Gráfico 11-3
Esquema de política monetaria a dos niveles



Un requisito importante, para aplicar adecuadamente este esquema, es que los agentes económicos concuerden en que existe una relación clara entre las metas finales, las metas intermedias y las metas operativas; de manera que confíen en que, si estas metas intermedias se cumplen, se conseguirán las finales. En este sentido, los bancos centrales comunican su previsión respecto a la evolución de las metas intermedias, que corresponden a las metas finales que desean obtener. Una vez establecida la tasa de variación de la meta intermedia, la autoridad monetaria escoge una meta operativa, sobre

la que puede influir directamente mediante un instrumento monetario (para lograr el objetivo).

Otro requisito importante es que la política monetaria sea previsible, para cuando el instrumento se utilice en determinada dirección, los agentes económicos puedan anticipar los movimientos que se producirán: sobre la secuencia de las metas o variables. Además, cuando se produzcan shocks que afecten a estas variables, los agentes puedan prever la dirección que la política monetaria tomará, en respuesta a los mismos.

Las metas o variables intermedias consideradas usualmente en la literatura son tres: un agregado monetario (cantidad de dinero), un tipo de interés (precio del dinero) y el tipo de cambio. En el caso del Perú, para lograr el objetivo de reducir la inflación en este periodo se estableció como meta intermedia a los agregados monetarios.

La relación que existe entre la meta final y el agregado monetario se basa en la ecuación cuantitativa de Fisher:

$$M \times V = P \times Y_r$$

donde:

M : Cantidad de dinero o agregado monetario.

V : Velocidad de circulación del dinero.

P : Nivel de precios

Y_r : Producción real

Y_m : Producción nominal

en tasas de crecimiento,

$$m + v = p + y_r = y_m$$

Esta última ecuación ilustra la relación entre el crecimiento de los agregados monetarios, la inflación y el crecimiento del producto. El control de agregados monetarios consiste en la regulación de m dada una proyección para y_r y un nivel de p (inflación) deseado. Note que para que esto funcione es crucial un estimado adecuado de v .

Comparando con vecinos de la región, que también realizaron políticas de estabilización monetaria en la década de los noventa, hallamos que los países con tasas

de inflación previas más altas habían optado como objetivo al tipo de cambio; tal es el caso de Argentina y El Salvador. Mientras que las naciones con una inflación más moderada establecieron, como objetivo, una meta de inflación implícita, tales como Brasil, Chile Colombia y México, pero luego de descender la inflación, instauraron rangos o metas puntuales anuales, los que eran anunciados el año anterior. Finalmente, Bolivia, el Perú y Costa Rica fijaron a la cantidad de dinero como objetivo intermedio, y en el caso de los dos primeros, esa elección fue debido a que en el pasado sufrieron periodos de hiperinflación, que deterioró la credibilidad de sus bancos centrales (Corbo, 2000).

4. Los objetivos de la política monetaria

La política monetaria del Banco Central, hasta 1990, tenía como objetivo aminorar los efectos de las políticas crediticias que financiaban al sector público y a ciertos sectores, selecciona como prioritarios. A la par, el BCRP ponía tasas de encaje elevadas y diferenciadas para controlar la correspondiente expansión secundaria de la liquidez en el sistema; aquellas se conocen como instrumentos directos de control monetario. Otros instrumentos directos estaban constituidos por los controles de créditos selectivos, de tasas de interés y de tipo de cambio. El conjunto de esta política generó represión financiera, y fue uno de los detonantes de la dolarización (que venía creciendo antes del episodio de hiperinflación).

En consecuencia, a comienzos de los 90 se estableció en la nueva Ley Orgánica del Banco Central, y en la Constitución de 1993, que el único objetivo de aquel era la estabilidad de precios. Para ello, la política monetaria debía reducir la inflación en el mediano plazo: inicialmente, a niveles manejables, y luego conducirla a rangos comparables con los de las economías más desarrolladas. Así, se ha reconocido que la contribución del Banco Central al crecimiento económico ha sido eliminar la inflación, tras demostrarse que era imposible desarrollar la actividad económica en presencia de alta inflación. El éxito en acabar con la inflación reforzó la credibilidad e implementación del nuevo esquema de política monetaria, posteriormente, en el periodo de decrecimiento de precios o desinflación (De la Rocha, 1998).

Asimismo, la nueva Ley Orgánica y la Constitución sirvieron como marco institucional para recuperar el control de los agregados monetarios. La hiperinflación no solo había acortado el tamaño del sistema financiero, sino que también lo había dolarizado, al punto que el espacio ocupado por la moneda local, como reserva de valor, era mínimo (aunque había mantenido su rol transaccional).

A fin de lograr aquel objetivo, el Banco Central enfrentaba la disyuntiva entre un esquema de control de agregados monetarios y uno más “moderno”, cuyo instrumento principal era la tasa de interés interbancaria. Además, era necesario restablecer la credibilidad del Banco Central para mantener la inflación adecuada y, de esta forma, disminuir las expectativas de inflación del público.

Entonces, el Banco Central tuvo que definir un nuevo régimen cambiario y una meta intermedia para la política monetaria. En cuanto al régimen cambiario, se descartó fijar el tipo de cambio porque hubiera requerido reservas internacionales que no existían en y, además, no se contaba con la credibilidad necesaria para sostener esta política, dada la historia reciente de programas de estabilización fallidos, asociados a devaluaciones (e inconsistencia de parte de la política fiscal).

El régimen de tipo de cambio flexible fue elegido en 1990, pero debido a la prohibición al Banco Central de financiar al sector público (consagrada en la nueva Ley Orgánica, que se publicó ese mismo año), conforme la demanda de dinero se fue recobrando, la manera principal de inyectar soles fue a través de la compra de dólares en el mercado cambiario, lo cual implicó también la recuperación gradual de las reservas internacionales.

En paralelo, se escogió de meta intermedia a la emisión primaria (y como ancla nominal). Esto tenía una serie de ventajas: primero, el público ya había interiorizado que la inflación era resultado de la excesiva creación de dinero (llamada “maquinita” o emisión “inorgánica”). Entonces, comunicar al público que controlar el crecimiento de la emisión primaria permitiría bajar la inflación era más sencillo, y ayudaba a recuperar la credibilidad. Segundo, usar la tasa de interés interbancaria, como meta intermedia, no era factible dado que la inflación era tan alta, que impedía interpretar correctamente la posición de política monetaria. El componente de expectativas de inflación, en la tasa de interés, era todavía muy elevado.

Sin embargo, para que el esquema fuera exitoso, se requería que la velocidad de la circulación del dinero fuera predecible: es decir, que tuviera estrecha relación con variables macroeconómicas conocidas, y no estuviera gobernada por factores impredecibles o no sistemáticos; de manera que pudiera ser pronosticada de forma certera. Solo así se podía fijar metas de crecimiento de la base monetaria, compatibles con un determinado crecimiento del PBI nominal.

La experiencia de otros países que aplicaron el control de agregados monetarios, como Estados Unidos, hasta inicios de la década de los 80, demuestran que la inestabilidad e impredecibilidad de la velocidad del dinero redujo la utilidad de la cantidad de dinero como meta intermedia. Según Labonte (2012), para corroborar la estabilidad, diversos autores se enfocaron en calcular la diferencia entre la cantidad dinero gastada en la economía, dado un nivel del PBI nominal, y el costo de oportunidad de la masa monetaria (tasa de interés a corto plazo) con la velocidad prevista. Encontraron que el dinero gastado era menor al proyectado, y a este evento se le llamó “el dinero faltante” (*missing money*). La explicación de ello es que la velocidad del agregado monetario debió ser mayor a la velocidad prevista.

Otra manera de analizar el comportamiento de la velocidad es a través de la demanda de dinero, que también debería ser estable. En el caso peruano, Terrones y Nagamine (1993) hallaron que la velocidad de circulación del dinero era predecible, puesto que dependía positivamente de la tasa de inflación esperada y del nivel de producción para el periodo 1991-1993, mientras que Cuba y Herrada (1995) identificaron que la demanda de dinero era estable en el periodo 1991-1994.

El ancla monetaria comenzó oficialmente en 1991, de acuerdo con la Memoria del Banco Central de dicho año, pero no hubo un anuncio público respecto a la meta intermedia ni el rango objetivo para la tasa de inflación. En ese momento, no se consideró apropiado, dada la incertidumbre respecto a la demanda de dinero. Ese desconocimiento impedía proyectar correctamente el crecimiento de la emisión primaria, que fuera consistente con el objetivo de inflación. En ese sentido, el diseño de la política monetaria, durante la década de 1990 al 2000, se enfocó en el desarrollo de instrumentos monetarios indirectos, dejando de lado los directos. Así, el Banco Central influye en los agregados monetarios a través de sus operaciones monetario-cambiarías. Por el lado del mercado cambiario, el Banco Central interviene mediante compras y ventas a través de su Mesa de

Negociación, para evitar una alta volatilidad, y en el caso del mercado de dinero, a través de operaciones de mercado abierto, que afecta a las tasas de interés (Ishisaka, 1997).

5. El diseño de política monetaria del Banco Central

Durante los 80, la economía peruana se había caracterizado por una dominancia de la política fiscal por encima de la monetaria. El Banco Central tuvo la necesidad de paliar el impacto del financiamiento del fisco sobre los agregados monetarios, elevando el encaje marginal en moneda nacional hasta niveles de 80%.

Siguiendo a Armas et al. (2001), podemos dividir el periodo que va de 1991 al 2000 en tres etapas, cada una con su propio procedimiento operativo para la política monetaria (ver Cuadro 11-2).

En el primer periodo, de 1991 a 1993, la meta de crecimiento para la base monetaria se estableció mensualmente. En este ciclo no había anuncio público de un rango objetivo para la inflación, ni para el crecimiento de la base monetaria. La comunicación del Banco Central enfatizaba el objetivo de controlar la inflación mediante la contracción de la expansión monetaria. Como hemos mencionado, la credibilidad del Banco Central en este tiempo era todavía poca, mientras que el objetivo inflacionario consistía en la eliminación de las altas tasas que se heredaron del proceso hiperinflacionario.

La siguiente etapa, de 1994 a 1997, se distingue por el anuncio de la meta de inflación anual, y la aparición de una meta operativa; para lo cual se utilizó la cuenta corriente de los bancos en el mismo Banco Central. A los instrumentos de política disponibles, se agregaron operaciones de mercado abierto: subastas primarias de certificados y repos. Además, a la ventanilla de última instancia se agregó la posibilidad de llevar a cabo swaps de moneda extranjera. Estas operaciones permitían a las entidades financieras obtener liquidez en moneda nacional, a corto plazo, usando sus dólares. El objetivo principal de la política monetaria, durante esta fase, fue llevar a la inflación a niveles de un dígito.

Finalmente, el tercer periodo comprende de 1998 en adelante. La innovación sería una proyección de inflación a tres años que acompañaba a la proyección para el año que

se venía usando anteriormente. También, se establecieron depósitos overnight, remunerados, como forma de proveer un piso para la tasa interbancaria, y se continuó con el recorte de los requerimientos de encaje. En esta última etapa de disminución de la inflación, se buscaba llegar a un nivel internacional: 2% anual.

Cuadro 11-2

Procedimiento operativo de la Política Monetaria 1991-2001

	1991-1993		1994-1997		1998-2001	
	Variable	Anuncio	Variable	Anuncio	Variable	Anuncio
Meta final	Inflación	No	Inflación	Sí, para un año	Inflación	Sí, para un año (proyección a tres años)
Meta intermedia	Emisión primaria (fin de periodo)	No	Emisión primaria (promedio)	No	Emisión primaria (promedio)	Sí, para un año
Meta operativa	---	---	Cuenta corriente de los bancos en el BCRP	No	Cuenta corriente de los bancos en el BCRP	Sí, para un mes
Instrumentos de política	Intervenciones cambiarias		Intervenciones cambiarias		Intervenciones cambiarias	
			Operaciones de mercado abierto: subastas primarias de CDBCRP y repos		Operaciones de mercado abierto: subastas primarias de CDBCRP y repos.	
Ventanilla de última instancia	Redescuentos		Redescuentos y swaps de moneda extranjera		Redescuentos, swaps de moneda extranjera, y depósitos overnight	
Indicadores diarios	Tipo de cambio		Tasa de interés interbancaria, tipo de cambio, fondos de encaje		Tasa de interés interbancaria, tipo de cambio, fondos de encaje	
Requerimientos de encaje	Reducción del requerimiento de encaje en moneda nacional a niveles operativos		Reducción de los requerimientos de encaje de 9 a 7 por ciento		Reducción de 7 a 6 por ciento. Requerimiento de 1 por ciento como depósitos en cuenta corriente en el BCRP	

Fuente: Armas et al. (2001).

Reclamando el control (indirecto) de la política monetaria: 1990-1993

Durante los años 1990-1993 se llevó a cabo un proceso de remonetización de la economía peruana, por lo que el Banco Central inyectó el dinero requerido para satisfacer el incremento en la demanda de dinero a través de: i) la reducción de los encajes en moneda nacional y ii) el crecimiento de la base monetaria. La base monetaria se convirtió en la meta intermedia de la política monetaria.

Dado los altos flujos de capital, dolarización extendida de la economía y la ausencia de papeles del Gobierno Peruano, que pudieran usarse para proveer liquidez (junto a la prohibición de financiar al Tesoro), el Banco Central debió usar la compra de dólares, como mecanismo para inyectar liquidez en moneda local a la economía (ver Cuadro 11-3), a la par que acumuló reservas internacionales. El efecto de la intervención (exceso de liquidez), tuvo que ser esterilizado para obtener el cambio deseado en la base monetaria, lo que se ganó a través de una elevación de las tasas de encaje marginal en moneda nacional. Asimismo, el Banco Central tuvo que emitir pagarés o títulos propios (manejados mediante operaciones de mercado abierto), los que también permitieron retirar la liquidez de la economía (Ishisaka, 1997).

En este mismo periodo, los préstamos de corto plazo de regulación monetaria (redescuentos) se emplearon como instrumento para inyectar liquidez, cuando se necesitaban, de manera temporal. Sin embargo, si un banco los usaba por 90 días, en un periodo de 360 días, era puesto en régimen de vigilancia por la Superintendencia de Banca y Seguros; además de que la tasa de interés cobrada por aquellos era mayor que la que se pagaba por los certificados de depósito del Banco Central de Reserva.

Cuadro 11-3

Fuentes de variación de la emisión monetaria (flujos en millones de nuevos soles)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
I. Origen externo	344	496	403	1 289	770	150	1 438	-980
<i>Millones de dólares:</i>	386	386	203	597	345	60	543	-330
a. Compras netas en mesa de negociación	912	657	417	1 053	653	1 240	1 410	560
b. Ventas netas al sector público	n.d.	-285	-192	-447	-314	-1 188	-878	-955
Por deuda pública externa	-362	-125	-24	-374	-235	-802	-702	-829
c. Otros	n.d.	14	-22	-9	6	8	11	64
II. Origen interno	65	21	49	-420	216	188	-673	1 242
a. Certificados de depósito	n.d.	0	-12	-338	-91	359	-564	365
b. Redescuentos	n.d.	3	-17	-10	4	103	-107	42
c. Depósitos del sector público	-2	-16	19	-66	-33	-427	-218	534
d. Otros	44	34	59	-6	336	153	215	300
Total (I+II)	409	517	452	869	986	338	765	262

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

En este período se implementaron una serie de reformas:

1. Se liberalizó el mercado cambiario, incluyendo la unificación del tipo de cambio (anteriormente era un esquema múltiple). Se eliminaron todos los controles sobre las transferencias de moneda extranjera, y se estableció un régimen de tipo de cambio flotante, pero con intervención del Banco Central.
2. Se retiraron todos los controles sobre la tasa de interés.

3. Se implementó un mecanismo de coordinación entre el Banco Central y el sector público, a través de un comité fiscal, que se reunía mensualmente para discutir el gasto del Gobierno, sus compras de dólares y la evolución de sus depósitos; el fin era facilitar las proyecciones monetarias y de liquidez. El gerente general del Banco Central participaba de este comité.
4. Se redujeron gradualmente los requerimientos de encaje en moneda nacional para evitar el riesgo de crear liquidez excesiva. El encaje marginal en moneda nacional se recortó de 80%, en julio de 1990, a 0% en marzo de 1992. En diciembre de 1992 el encaje se fijó en el requerimiento mínimo legal de 9%.
5. Además, se llevaron a cabo operaciones de mercado abierto orientadas a regular la liquidez del sistema financiero. Estas operaciones consistían, inicialmente, en la emisión de pasivos del Banco Central llamados “Pagarés BCRP”, los cuales fueron reemplazados, en junio de 1992, por los Certificados de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú.

A pesar de los logros en la reducción de la inflación, hacia 1993, la política monetaria aún enfrentaba una serie de retos.

Para comenzar, el Banco Central aún no contaba con un instrumento financiero que permitiera un manejo adecuado de la liquidez de corto plazo a través de operaciones de mercado abierto. La intervención cambiaria y los redescuentos son instrumentos imperfectos para administrar la liquidez de corto plazo: la intervención permitió inyectar dinero nacional a largo plazo, en el contexto del proceso de desdolarización. Sin embargo, al usarla para enfrentar las fluctuaciones de liquidez de corto plazo, se corría el riesgo de generar volatilidad indeseada en el tipo de cambio nominal. Por el lado de los redescuentos, estos solo pueden emplearse para inyectar liquidez, que ha sido introducida previamente a través de otros medios.

La falta de instrumentos financieros llevó al Banco Central a incrementar sus requerimientos de encaje, entre agosto y octubre de 1991, a fin de esterilizar la expansión de la base monetaria que estaba generando la intervención.

Finalmente, incluso después de la introducción de los CDBCRP, la demanda por estos instrumentos era escasa.

Las operaciones de mercado abierto del banco central y el desarrollo del mercado interbancario

Como hemos mencionado, antes de la creación de los CDBCRP, el Banco Central emitió pasivos llamados “Pagarés BCRP”, papeles que existieron entre agosto de 1991 y mayo de 1992. Su corta vida evidencia que no funcionaron: el saldo de estos instrumentos no llegó siquiera a S/. 3 millones, a pesar de que la base monetaria en ese entonces era de aproximadamente S/. 750 millones.

Estos papeles, en junio de 1992, fueron reemplazados por los Certificados de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú. Los CDBCRP contaban con las siguientes características:

- Eran pagaderos al tenedor.
- Se emitían con un valor nominal mínimo de S/. 100 mil cada uno.
- Se asignaban a través de subastas, organizadas por el Banco Central, en las que los agentes financieros proponían montos y tasas de interés, y el Banco elegía las tasas máximas ofertadas por las entidades financieras.
- Inicialmente se emitieron con un vencimiento de 4 semanas.

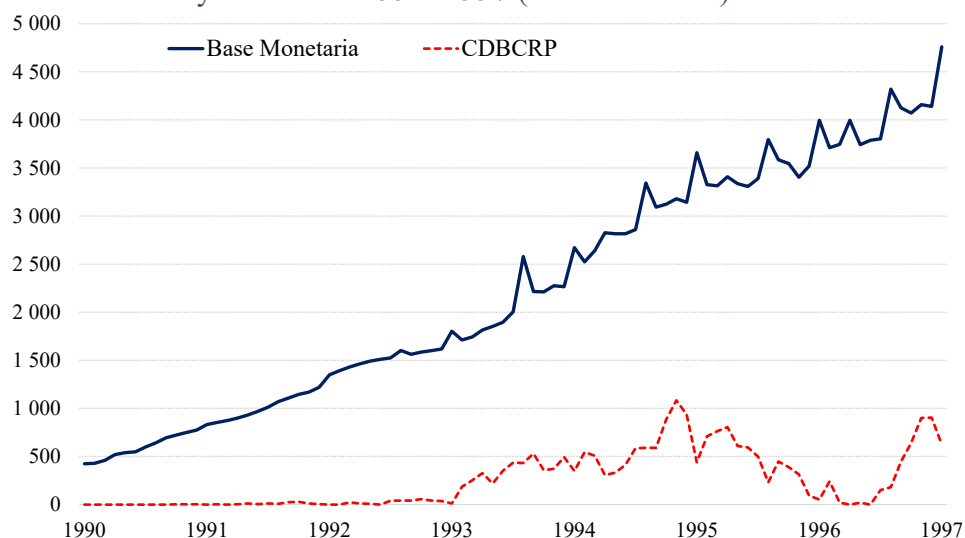
Sin embargo, la demanda por estos instrumentos también era muy limitada, fenómeno que se entiende por varias razones:

Primero, los encajes en moneda nacional eran muy altos, lo cual limitaba la liquidez disponible en el mercado interbancario para demandar estos papeles. Segundo, las compras de moneda extranjera por parte del Banco Central eran compatibles con el aumento de la demanda de dinero lo cual resultaba en poca necesidad de esterilización (Ishisaka, 1997).

Aunque en 1993 los encajes se encontraban en el nivel mínimo legal (9%), los bancos aún mantenían 13% de reservas en el BCRP. El exceso de reservas era resultado, hasta cierto punto, del proceso de aprendizaje de los bancos de la administración de la liquidez, en un nuevo régimen de encaje; pero más importante, todavía no contábamos con un instrumento financiero de corto plazo que complementara los CDBCRP durante los periodos (estacionales) de escasez de liquidez. Las entidades financieras se mostraban reacias a comprar los papeles del Banco Central porque, una vez adquiridos, volverlos

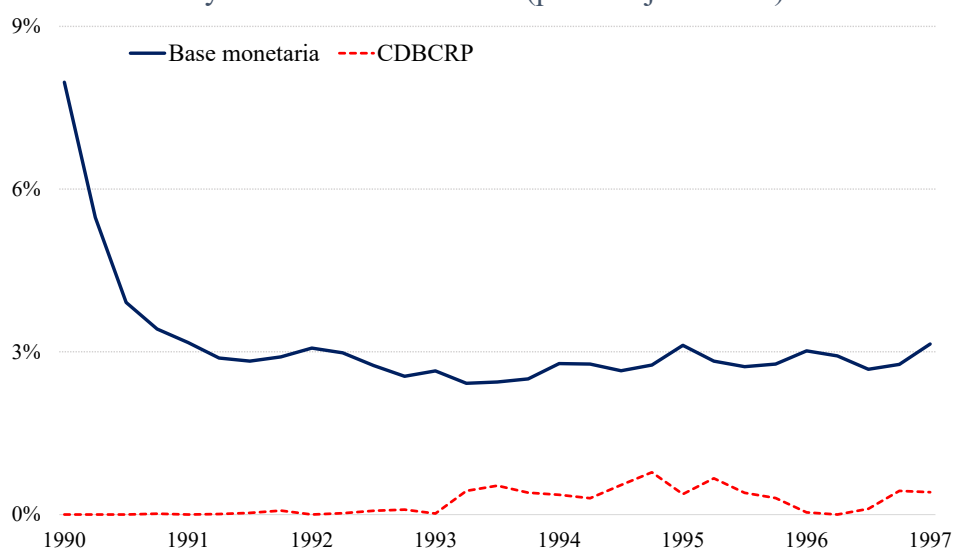
líquidos estaba condicionado a la demanda, por parte de una contraparte en el mercado interbancario. En un período de escasez de liquidez, sea estacional o inesperado, estos instrumentos se tornaban ilíquidos, puesto que las entidades financieras solían coincidir del mismo lado del mercado (ofertando), de forma que vender los papeles era difícil o requería aceptar un alto (re)descuento.

Gráfico 11-4
Base Monetaria y CD BCRP 1991- 1997 (millones de S/.)



Fuente: BCRP.

Gráfico 11-5
Base Monetaria y CD BCRP 1991- 1997 (porcentaje del PBI)



Fuente: BCRP.

Entre 1994 y 1995 aumentó la entrada de dólares por la inversión extranjera — a su vez asociada al proceso de privatización — así como por los flujos de capitales de

corto plazo. Esto creó presiones para la apreciación del sol, y motivaron cambios en las operaciones con CDBCRP. Durante 1994, las compras de dólares se incrementaron significativamente para contener dicha tendencia.

Para esterilizar la intervención, el saldo de CDBCRP comenzó a crecer rápidamente (Gráficos 11-4 y 11-5), y se hizo necesario para el Banco lograr un mayor control sobre el exceso de reservas y la base monetaria. En junio de 1995, se introdujeron las subastas con montos pre - anunciados (subastas de precio múltiple), se suspendió la colocación directa de certificados, se crearon CDBCRP de ocho semanas, y se establecieron dos modalidades de redescuento: una teniendo como colateral a los CDBCRP (a una tasa de interés menor) y otra opción con diferentes garantías.

Esto introdujo mayor variabilidad en la tasa de interés de los instrumentos del Banco, señalando la posición de liquidez de los agentes financieros, mientras que la tasa de redescuento indicaba la posición de política monetaria. Para facilitar la administración de la liquidez y mejorar el perfil de vencimientos de CDBCRP, en agosto y setiembre, se introdujeron certificados con vencimientos de 12 y 6 semanas.

Gráfico 11-6
CDBCRP 1991 – presente (% de la base monetaria)



Fuente: BCRP.

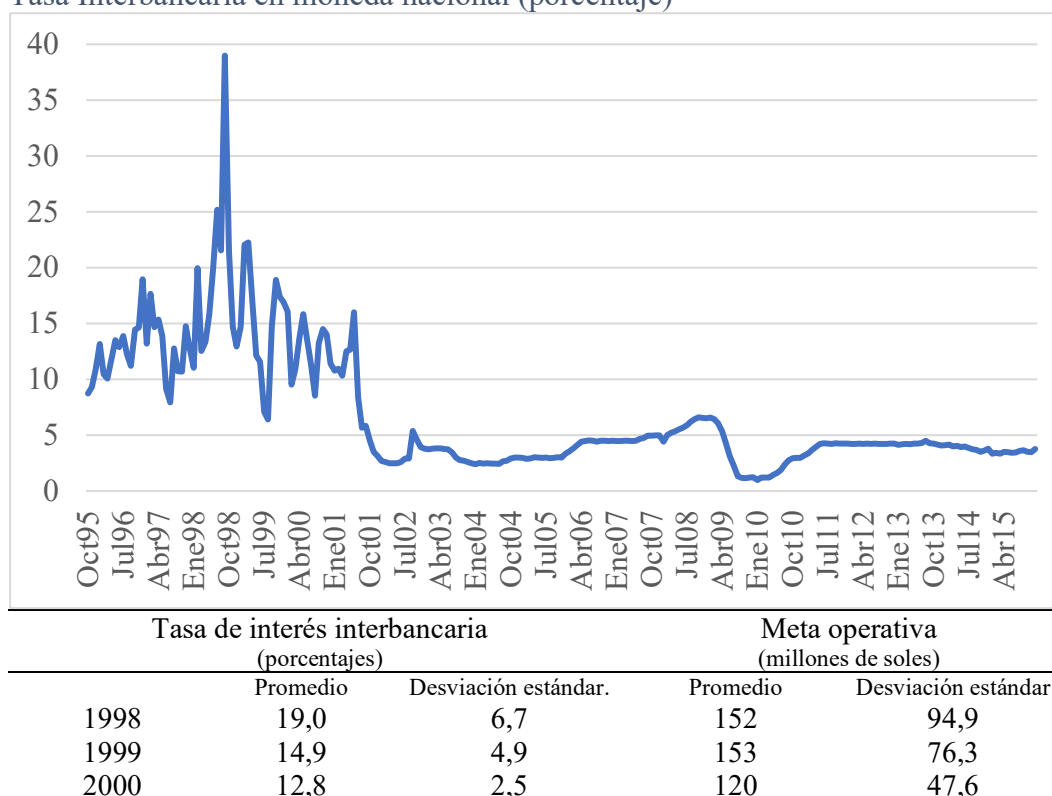
En setiembre de 1997, se implementaron las operaciones de repo (reversa) con CDBCRP, las que se asignaron mediante subastas de monto fijo y precio múltiple. Inicialmente, estas operaciones se usaron para inyectar liquidez de muy corto plazo (overnight) al sistema. Los fondos estaban disponibles inmediatamente y, de esta forma,

se mejoró la liquidez de los CDBCRP. Como resultado, el saldo de CDBCRP finalmente logró despegar (ver Gráfico 11-6). Las operaciones de reporte proveían (finalmente) la liquidez necesaria para que los CDBCRP, como instrumento, fueran demandados.

Este desarrollo del mercado interbancario, y de los instrumentos monetarios asociados al mismo, generó una serie de beneficios, para la economía en general, y las entidades financieras en particular. Primero, el exceso de reservas promedio de los bancos comenzó a disminuir y se volvió menos volátil.

Por otro lado, la volatilidad de la tasa interbancaria comenzó a reducirse. La desviación estándar de la tasa pasó de 6,7 puntos porcentuales, en 1998, a 2,5% en el año 2000 (ver Gráfico 11-7). La meta operativa (la cuenta corriente de los bancos) mostró un resultado similar. Su desviación estándar se contrajo de 95 millones de soles en 1998 a 48 millones en el año 2000.

Gráfico 11-7
Tasa Interbancaria en moneda nacional (porcentaje)



Fuente: BCRP.

Este último punto es sumamente importante porque la caída de la tasa interbancaria, junto con su menor volatilidad, constituía un requisito indispensable para

iniciar el proceso hacia un esquema de metas de inflación, el cual se implementó en el año 2003.

Es difícil pensar que la adopción de un esquema de metas de inflación hubiera sido posible, sin recorrer el proceso de disminución de la inflación, y sin el desarrollo del mercado interbancario durante los años 90. El control de los agregados monetarios fue clave para reducir la inflación, pero conforme esta disminuía, la relación entre la inflación y la emisión primaria se iba tornando más volátil. Probablemente, para el público general, es más difícil comprender una tasa de crecimiento de determinado agregado monetario, que un anuncio explícito de metas de inflación (Croce & Khan, 2000). Lo cual, naturalmente, dio paso a la transición hacia un esquema de meta de inflación, con la tasa de interés interbancaria como meta operacional.

Encajes: el otro instrumento de política monetaria

Dada la dolarización de la economía peruana, los encajes diferenciados por monedas cumplieron un rol importante para preservar los activos líquidos; además de facilitar el manejo de liquidez de los bancos y del Banco Central de Reserva, así como aminorar la volatilidad de las tasas de interés (León & Quispe, 2010). Las rebajas en las tasas de encajes de este periodo tuvieron, como objetivo, neutralizar la contracción del crédito y la liquidez¹ en la economía, ambos en un contexto de importantes salidas de capitales.

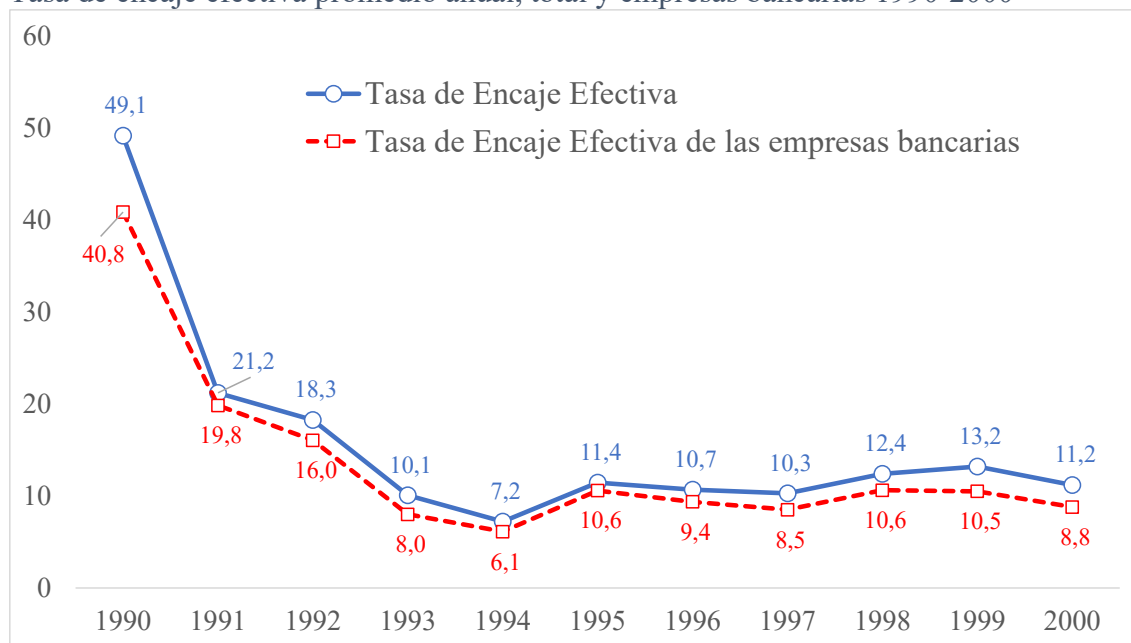
Asimismo, dado el potencial impacto negativo de la depreciación de la moneda local en el sistema financiero, y su impacto en el incremento de la inflación, el Banco Central tiene incentivos para mantener un tipo de cambio relativamente estable, sin descuidar su objetivo principal que es la inflación. Según Mishkin (2007), esta acción es más creíble cuando se suaviza el tipo de cambio a través de modificaciones en las tasas de encaje, asumiendo que es una política que no busca un objetivo directo en el precio de un activo (establecido en el mercado), sino en mitigar los efectos negativos de cambios abruptos y persistentes de este precio.

¹ La diferencia entre los encajes y las operaciones de mercado abierto es que los primeros generan una brecha entre las tasas de interés que cobran y pagan los bancos, trayendo una pérdida de eficiencia en la intermediación financiera. (Guevara, 1999)

La tasa de encaje efectiva promedio anual, en moneda nacional, fue de 49,1% en 1990, y al cierre de la década se situó en 11,2% con el objetivo de que los créditos otorgados sean, en su mayoría, en moneda nacional. En diciembre de 1992, el encaje mínimo legal se fijó en 9%, mientras que en abril de 1999 se estableció en 7% y en setiembre del 2000 se redujo a 6% (ver Gráfico 11-8).

Gráfico 11-8

Tasa de encaje efectiva promedio anual, total y empresas bancarias 1990-2000



Nota: Las tasas de encaje corresponden a los depósitos en moneda nacional. El eje vertical se expresa en porcentaje.

Fuente: BCRP.

Asimismo, se recortó el encaje marginal en moneda nacional de 80%, en julio de 1990 a 0% en marzo de 1992 (ver Cuadro 11-4). Todo lo contrario sucedió con el encaje marginal en moneda extranjera para las obligaciones que se tenía, tanto con el público, como con el exterior.

El Banco Central rápidamente comprendió que la política monetaria también debía contener el crecimiento de los agregados monetarios en moneda extranjera. Un alto grado de dolarización financiera conlleva sobre-reacciones de los bancos ante movimientos importantes y repentinos de sus fuentes de financiamiento, en moneda extranjera, y volatilidades altas en el tipo de cambio. La sensibilidad del sistema bancario se debe a que tales fenómenos afectan la calidad de su portafolio de créditos, lo que podría inducirlos a reducir el crédito al sector privado, trayendo efectos negativos en el nivel de

actividad económica; y alterando, por lo tanto, los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Cuadro 11-4

Encaje marginal en moneda nacional (porcentaje)

1990			1991						1992	
jul.	ago.	sep.	ene.	feb.	mar.	ago.	set.	oct.	ene.	mar.
01	16	16	02	01	.01	16	16	01	02	16
80	64	40	30	25	15	40	25	15	5	0

Fuente: BCRP.

En 1994, en un contexto de fuertes flujos de capital que contribuyeron a la apreciación del sol, el Banco implementó un encaje marginal en moneda extranjera de 45%. El requerimiento adicional por encima del 7% mínimo legal era remunerado a LIBOR menos $1\frac{3}{8}\%$. Hacia 1997, el encaje medio en moneda extranjera había llegado al 43% aproximadamente.

En ese año, las autoridades monetarias consideraban deseables encajes altos a los depósitos, en moneda extranjera, porque el Perú estaba sujeto a fuertes entradas de capital, y aun cuando 70% de estos eran de largo plazo, una reversión brusca de esa tendencia podría poner en riesgo la estabilidad monetaria.

Entonces, el encaje en moneda extranjera actuaba como una reserva y, a la vez, daba incentivos para que los agentes mantuvieran moneda nacional. La reserva resultó ser necesaria, pero insuficiente cuando llegó el momento de liberarla. Después de la Crisis rusa de 1998, el encaje en moneda extranjera se redujo a 35% (en octubre) y luego a 20% (en diciembre), como respuesta a la paralización de flujos internacionales de fondos en moneda extranjera².

Intervención cambiaria en el periodo 1990-1997

Durante los 90, el Banco Central llevó a cabo intervención cambiaria (principalmente compras como se observa en el Gráfico 11-9), con una presencia importante en el mercado. Dados altos flujos de capital, dolarización extendida de la economía, y la

² Para mayor detalle revisar el Capítulo 12 del presente libro.

ausencia de papeles del Gobierno que pudieran usarse para proveer liquidez, el Banco usó sus compras de dólares para inyectar dinero.

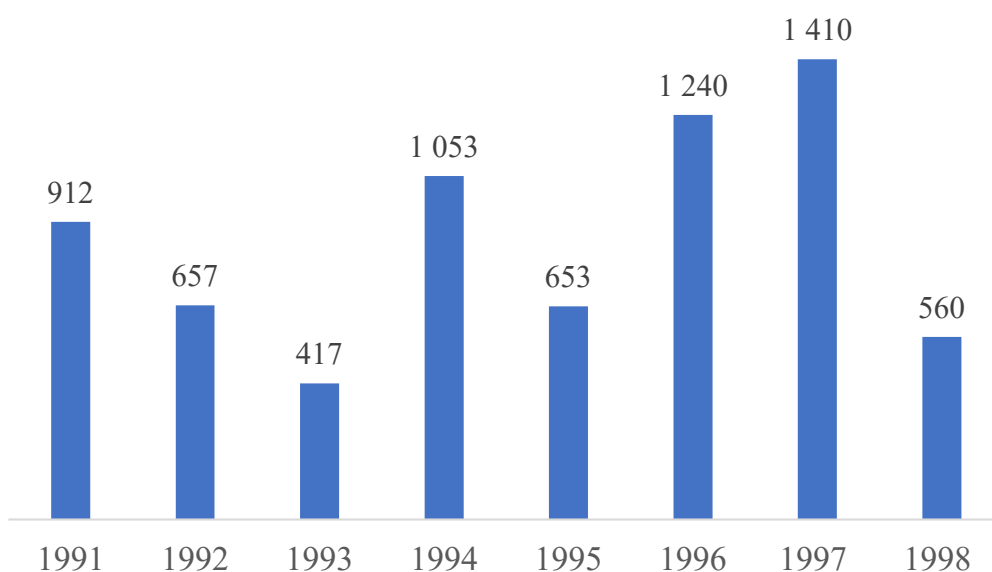
La intervención del Banco se llevó a cabo de acuerdo con las metas monetarias. El efecto monetario de la intervención (exceso de liquidez en moneda nacional), tenía que ser esterilizado para obtener el cambio deseado en la base monetaria; y esto se logró a través de operaciones de mercado abierto.

Según Choy (1999), la intervención también buscaba contrarrestar “fluctuaciones temporales y no deseadas del tipo de cambio, generadas a través de la especulación o por los requerimientos de liquidez estacionales del sistema financiero”.

La estrategia era “evitar movimientos abruptos de corto plazo del tipo de cambio que podrían tener repercusiones no deseadas en la inflación y la competitividad de los bienes transables”.

Flujos de capitales, particularmente altos en 1994 y 1997, llevaron al Banco Central a incrementar su ritmo de compras de moneda extranjera, con la consiguiente expansión de las reservas internacionales.

Gráfico 11-9
Compras netas en mesa de negociación (millones de dólares)



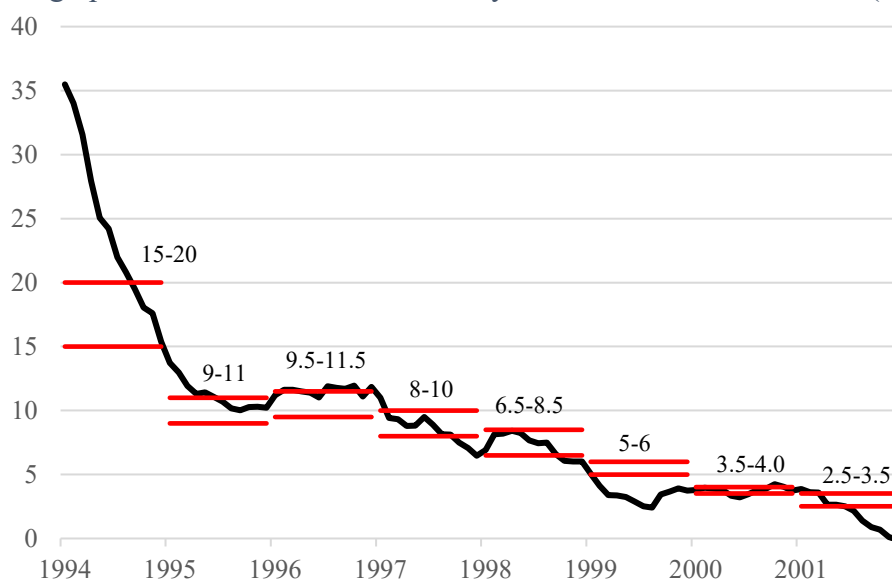
Fuente: BCRP.

6. Resultado del esquema de política monetaria

El proceso de reducción de la inflación que atravesó la economía peruana en la década de los 90 fue gradual, lo que respondía a la poca credibilidad con que contaba el Banco Central al inicio, así como al alto grado de distorsión de los precios relativos en esa época. La tasa de inflación disminuyó de 7 650% en 1990 a 10,2% en 1995, y a 3,7% en el 2000. A mediano plazo, el objetivo era lograr una tasa de inflación anual similar a la de países desarrollados (2%) lo cual fue indicado en las cartas de intención al Fondo Monetario Internacional (FMI). Como hemos mencionado, en los primeros años de la década de los 90, el Banco Central no anunció públicamente un rango para la meta de la inflación. Sin embargo, las cartas de intención con el FMI generalmente incluían una proyección que da indicios de la efectividad del banco en lograr su objetivo. En el año 1993, el programa de facilidad ampliada con el FMI señalaba una inflación proyectada de 9% en 1995 y de 3,5% para 1999. En efecto, la inflación fue 10,2% y 3,7% en esos años, respectivamente.

Gráfico 11-10

Rango para la meta de inflación anual y tasa de inflación interanual (1994-2001)



Nota: La tasa de inflación se mide en el eje vertical en porcentaje.

Fuente: BCRP.

A partir de 1994, el Banco Central comenzó a anunciar un rango objetivo para la inflación, además de señalar una senda decreciente para esta variable a lo largo del resto de la década. Desde el año 1994 hasta 2000, la inflación se ubicó dentro del rango objetivo tres veces, estuvo por debajo del mismo otras tres veces, y por encima solo en 1996 (ver Gráfico 11-10). Ello refleja la preocupación de la institución para mantener la credibilidad

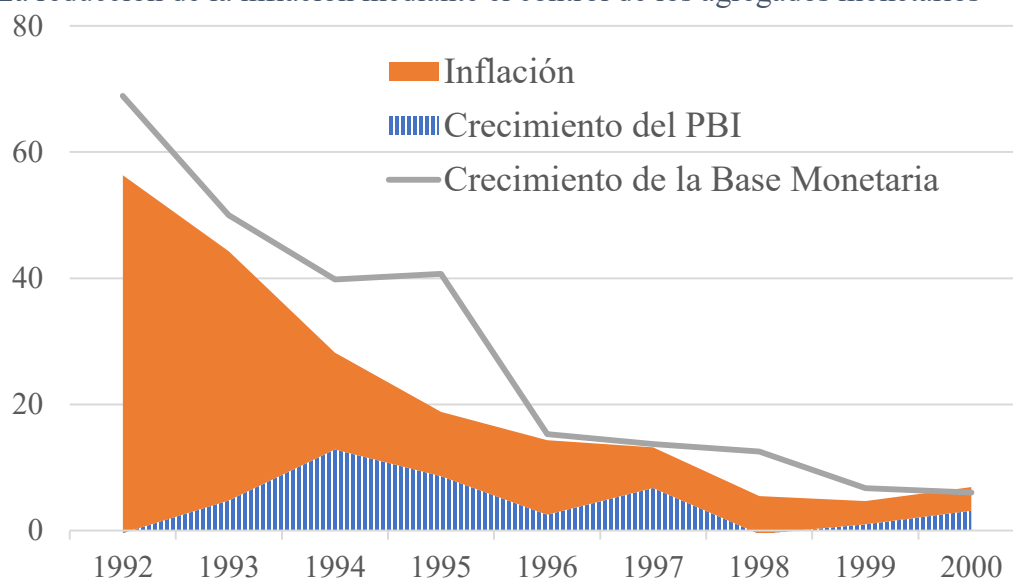
en el proceso de descenso de la inflación: se prefirió la cautela, aunque las tasas de inflación terminaran mejores que las proyectadas.

La gestión del Banco Central de Reserva durante la década de los 90 fue claramente exitosa. Hay pocos casos en la historia monetaria en los que puede apreciarse con tanta claridad cómo la aplicación de un principio económico sencillo —la alta inflación resulta principalmente de la creación inorgánica de dinero—, brindó resultados tangibles y fácilmente apreciables. La estrategia de reducción de la inflación, a través del control de los agregados monetarios, en particular, la disminución gradual del crecimiento de la emisión primaria consiguió que la inflación de la economía peruana retorne a niveles de un dígito en el año 1997 (ver Gráfico 11-11); y si bien no se llegó a una inflación de 2% al cierre de la década, este objetivo se alcanzaría en los años siguientes.

A pesar del evidente éxito del esquema de control de agregados monetarios para vencer a la inflación, este régimen tenía sus propias carencias. Al respecto, según Mishkin y Savastano (2001), el hecho de solo utilizar la información de la base monetaria, sin hacer públicas las metas monetarias de la autoridad monetaria (transparencia), ni hacerse responsable del cumplimiento de estas (responsabilidad) es muy peligroso; debido a que la efectividad de la política termina dependiendo fuertemente de las preferencias, habilidades y credibilidad de los directores del banco central.

Gráfico 11-11

La reducción de la inflación mediante el control de los agregados monetarios



Fuente: BCRP.

Adicionalmente, el control de los agregados monetarios también estabilizó relativamente el tipo de cambio nominal (ver Cuadro 11-5), el cual fue retomando su rol de absorción de choques externos, particularmente en los años 98 y 99, en el contexto de la crisis rusa. La acumulación de reservas internacionales que se logró, durante este periodo, también fue clave para darle al Banco Central las herramientas necesarias para lidiar con el impacto de la crisis rusa de 1998.

Cuadro 11-5
Indicadores Macroeconómicos 1991-2000

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Var (%)</i>										
PBI Real	2,2	-0,4	4,8	12,8	8,6	2,5	6,7	-0,5	0,9	3,1
PBI Real per cápita	0,3	-2,2	3,0	10,9	6,7	0,7	4,9	-2,3	-0,8	1,4
Índice de precios al consumidor	139,2	56,7	39,5	15,4	10,2	11,8	6,5	6,0	3,7	3,7
Tipo de cambio nominal	281,7	61,8	31,9	1,4	5,9	12,1	5,0	15,8	11,1	0,6
Base monetaria	342,5	68,9	50,0	39,8	40,7	15,3	13,7	12,5	6,7	6,0
Términos de intercambio	-5,8	-0,8	-7,0	8,0	3,9	-4,3	5,3	-13,6	-5,6	-0,4
<i>En% del PBI</i>										
Déficit fiscal	-2,2	-3,9	-3,4	-3,1	-3,0	-1,1	-0,4	-0,6	-3,1	-2,6
Déficit de cuenta corriente	-4,4	-5,8	-6,6	-5,7	-7,7	-6,1	-5,2	-6,4	-3,7	-3,0
Deuda externa pública	61,8	59,3	63,9	53,5	47,9	45,2	31,9	34,4	37,8	35,9
<i>En millones de dólares</i>										
Balanza comercial	-189	-340	-607	-997	-2 165	-1 988	-1 721	-2 466	-631	-321
Exportaciones	3 406	3 661	3 516	4 598	5 589	5 898	6 832	5 757	6 119	7 028
Importaciones	-3 595	-4 001	-4 123	-5 596	-7 754	-7 886	-8 553	-8 222	-6 749	-7 349
Reservas internacionales	1 304	2 001	2 742	5 718	6 641	8 540	10 169	9 183	8 404	8 180

Fuente: BCRP.

Finalmente, el éxito en el control de la inflación fue el resultado de una política integral de Estado: un conjunto de reformas estructurales que buscaban poner al Perú de vuelta en la senda del crecimiento. Clave para este esfuerzo, fue una administración fiscal mucho más prudente para que la política monetaria pudiera concentrarse, exclusivamente, en bajar la inflación. La gran estabilización de los años 90 sembró las semillas del futuro crecimiento de la economía peruana.

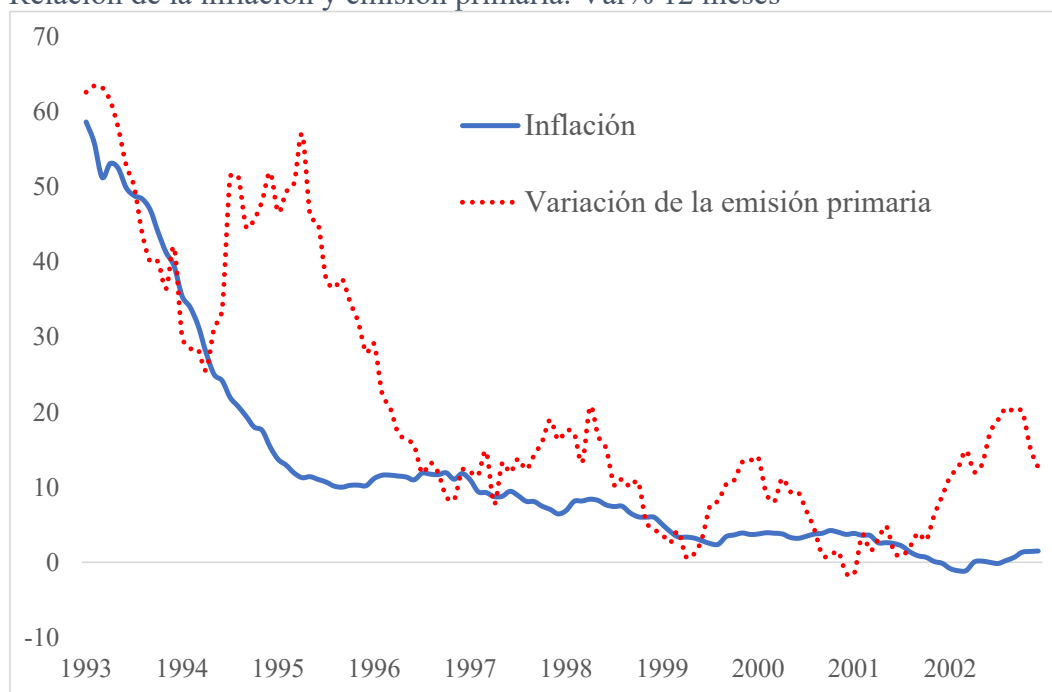
7. Problemas con el esquema de control de agregados monetarios

Al igual que los países industrializados que utilizaron el control de agregados monetarios en la década de los 70 e inicios de los 80, tales como Estados Unidos, Alemania, Canadá, el Reino Unido y Francia, en un posterior contexto de baja inflación, e inestabilidad de la demanda de dinero, el control de agregados monetarios es menos útil. El crecimiento de

la cantidad de dinero tiene una correlación menor con la inflación, y la emisión monetaria es más impredecible, lo que dificulta la comunicación de la política monetaria (Armas & Grippa, 2007; Isard & Rojas-Suárez, 1986).

Gráfico 11-12

Relación de la inflación y emisión primaria. Var% 12 meses



Fuente: BCRP.

Desde mediados del año 1994, esta relación empieza a quebrarse, puesto que la emisión primaria está en aumento, pero la inflación continúa cayendo, y lo mismo sucede en los años siguientes, incluso en el 2001, cuando la inflación fue negativa, a pesar del crecimiento de la emisión monetaria (ver Gráfico 11-12).

Según León (1999), este quiebre ocurrió debido a una recuperación de la demanda real por dinero, y a una menor velocidad de circulación, gracias a la contracción de la inflación. Asimismo, según Labonte (2012) los cambios en la velocidad del dinero ocurren por reformas estructurales que apuntan al desarrollo económico y financiero; modificaciones en la naturaleza y disponibilidad de activos, que sustituyeron al dinero, como las tarjetas de crédito y el aumento masivo de cajeros automáticos; innovaciones en los mercados financieros, como nuevos instrumentos financieros; y, finalmente, eventos únicos transitorios que podrían alterar la velocidad del dinero. Luego, al disminuir la predictibilidad, tanto de la demanda de dinero como de la velocidad, la comunicación de la política monetaria se volvió cada vez más complicada, lo que podría haber afectado a

la credibilidad y reputación del Banco Central, factores cruciales en las expectativas de inflación.

El otro problema del control de agregados monetarios fue que le quitaba a la política monetaria, en un contexto de alta dolarización, la flexibilidad necesaria para responder de manera contra cíclica a choques externos tales como las salidas de capitales.

En 1997 y 1998, se produjeron tres choques negativos simultáneos para la economía peruana: un choque de oferta negativo producto del fenómeno El Niño; la crisis financiera internacional conocida como las Crisis asiática y rusa; y un choque de demanda externa negativo, que significó una caída importante de los términos de intercambio; y en ese contexto, la dolarización de la economía fue del 75% y 80% en esos años. Esta situación puso a prueba la política monetaria que enfrentaría la disyuntiva de elegir entre el estricto cumplimiento de los objetivos intermedios versus la discrecionalidad. El Banco Central tenía que aplicar una política monetaria contra cíclica flexible, facilitar una salida ordenada de capitales, evitar una crisis financiera local, y cumplir con las metas de crecimiento de agregados monetarios. Esto implicó una alta volatilidad de la tasa de interés en el corto plazo³.

8. Conclusiones

El control de agregados monetarios aplicado por el Banco Central de Reserva fue exitoso para reducir drásticamente la inflación en la década de los noventa. El mérito es mayor porque sucedió en un contexto de poca credibilidad de la autoridad monetaria, debido a los pasados episodios hiperinflacionarios, alta dolarización de la economía y un bajo nivel de reservas internacionales. Sin embargo, el marco legal (Ley Orgánica y la Constitución de 1993) ayudó a mejorar la credibilidad del Banco Central, pues le otorgó independencia a la autoridad monetaria y estableció como objetivo único a la estabilidad de precios.

Por otro lado, la implementación de este programa fue gradual: inicialmente no se comunicaban al público las metas intermedias y finales, ni se utilizaban operaciones de mercado abierto. Recién en 1994, el Banco Central comunicaba con mayor transparencia

³ Para mayor detalle revisar los Capítulos 12 y 13 del presente libro.

e influía en los agregados monetarios, a través de sus operaciones monetario-cambiarias. Esta gradualidad permitió pasar a las metas explícitas de inflación en el año 2002.

Finalmente, los factores que llevaron al Banco Central al eventual abandono del esquema de control monetario fueron: (i) los problemas que surgieron por la pérdida de la predictibilidad de los agregados monetarios en la inflación, producto de cambios en la velocidad del dinero y la inestabilidad de la demanda, y (ii) la inflexibilidad de los agregados monetarios para enfrentar choques exógenos.

REFERENCIAS

- Armas, A., Grippa, F., Quispe, Z. & Valdivia, L. (2001). De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: El caso peruano, *Estudios Económicos*, 7, 7-23.
- Armas, A. & Grippa, F. (2007). Metas de inflación en una economía dolarizada: La experiencia del Perú, *Revista de Análisis*, Banco Central de Bolivia, 10(1), 7-44.
- Choy, M. (1999). Monetary policy operating procedures: the Peruvian case. *BIS Policy Papers*, 5, 186-202.
- Croce, E. & Khan, M. (2000). Regímenes monetarios y objetivos de inflación. *Finanzas y Desarrollo*, 37(3), 48-51. Fondo Monetario Internacional.
- Corbo, V. (2000). Monetary Policy in Latin America in the 90s, Documento de Trabajo 78, Banco Central de Chile.
- Cuadrado, J. R. (2015). *Política Económica* (Quinta ed.). Mcgraw Hill Education.
- Cuba E. & Herrada, R. (1995). Demanda de dinero, inflación y política monetaria en el Perú: 1991-1994. *Cuadernos De Economía*, 32(97), 347-377.
- De la Rocha, J. (1998). The transmission mechanism of monetary policy in Peru. The transmission of monetary policy in emerging market economies. Bank for International Settlements. *Policy Papers* 3, 181-194.
- Guevara, G. (1999). Política monetaria del Banco Central: Una perspectiva histórica. *Estudios Económicos*, 5, 27-60.
- Isard, P. & Rojas-Suarez, L. (1986). Velocity of Money and the Practice of Monetary Targeting: Experience, Theory, and the Policy Debate. *Staff Studies for the World Economic Outlook*. Fondo Monetario Internacional. 73-114.
- Ishisaka, S. (1997). Política monetaria y desarrollo del mercado secundario de certificados de depósitos del BCRP: 1995 - 1996. *Estudios Económicos* 1, 51-72.
- Labonte, M. (2012). Monetary Aggregates: Their Use in the Conduct of Monetary Policy. *Journal of Current Issues in Finance, Business and Economics*, 5(3), 239-268.
- León, D. (1999). La información contenida en los agregados monetarios en el Perú. *Estudios Económicos*, 5, 1-16.

- León, D. & Quispe, Z. (2010). El encaje como instrumento no convencional de políticas monetarias. *Moneda*, 143, 8-16.
- Mishkin, F. S. & Savastano, M. A. (2001). Monetary policy strategies for Latin America. *Journal of Development Economics*, 66(2), 415-444.
- Mishkin, F. (2007). Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries? En C. Reinhart, C. Vegh, & A. Velasco (Eds.), *Capital Flows, Crisis, and Stabilization: Essays in Honor of Guillermo Calvo* (pp. 71-94). MIT Press.
- Terrones, M. & Nagamine, J. (1993). Reorientación de la Política monetaria en el Perú: Avances y Problemas. Notas para el debate 11. Grupo de Análisis para el Desarrollo Económico (GRADE)

Página en blanco

CAPÍTULO 12

LA POLÍTICA MONETARIA DE FINES DE LOS NOVENTA: ALGUNAS LECCIONES DE LA CRISIS ASIÁTICA Y RUSA

Paul Castillo

Luis Jácome

Youel Rojas

1. Introducción

En este capítulo se reseña la respuesta de política monetaria, que implementó el Banco Central de Reserva (BCRP) a fines de los años noventa, para hacer frente a un choque de oferta local, por el Fenómeno El Niño, y posteriormente choques de naturaleza extranjera por la severa salida de capitales y la profunda reducción de términos de intercambio que generó la crisis asiática y rusa. En un contexto de consolidación de las reformas estructurales, efectuadas en 1993, y mejoras en los fundamentos macroeconómicos, y del esquema de política monetaria, estos desafíos representaron una prueba importante para la economía, que demostró su resiliencia, así como para la capacidad institucional del país, que pudo manejar una crisis doble, de fuente internacional y de causa local.

La Ley Orgánica del Banco Central, que le otorgó independencia, y estableció como objetivo único la estabilidad monetaria, reforzó el nuevo marco de política monetaria, basado en un estricto control de la expansión de la base monetaria, y permitió la creación de instrumentos de esterilización e inyección de liquidez que fueron claves para enfrentar la crisis de liquidez, experimentada durante el periodo de reversión repentina de capitales, a finales de 1998. Asimismo, el esquema de flotación cambiaria con intervenciones, orientadas a reducir una posible excesiva volatilidad del tipo de cambio, en un contexto de libre movilidad de capitales, facilitó la respuesta de la política

monetaria del BCRP; y con ello, el ajuste fue menos costoso para la economía, frente a la salida de capitales y a la caída de los términos de intercambio, de fines de los años 90.

El capítulo revisa de manera detallada el impacto de los choques que se experimentaron a fines de los 90, por lo que se destaca la relevancia de la credibilidad adquirida por el BCRP para evitar que los problemas de oferta, por el Fenómeno El Niño, y la depreciación del tipo de cambio generaran tendencias alcistas en la inflación y sus expectativas. Es verdad que la crisis asiática y rusa en el sistema financiero, evidenció algunas vulnerabilidades de la economía peruana como la dolarización y el uso intensivo de adeudados externos de corto plazo por parte de la banca, dado que acentuaron la salida de capitales externos del sistema financiero. Frente a este choque externo común a las economías en desarrollo, la respuesta del BCRP fue relativamente eficiente, a través de inyecciones liquidez en moneda extranjera, mediante reducciones sucesivas de la tasa de encaje en moneda extranjera, así como por los programas de solvencia que implementó el Tesoro público, contuvieron el contagio potencial de la quiebra de un grupo de entidades financieras pequeñas al resto del sistema financiero. Esta respuesta efectiva permitió, además, restaurar la confianza en el sistema financiero, lo que facilitó que capitales privados participaran en el proceso de consolidación y restructuración del sistema financiero, en los años siguientes, y con ello, facilitara la recuperación de la actividad económica.

El capítulo compara además la reforma, restructuración y consolidación del sistema financiero que realizó el Perú con las políticas implantadas en Colombia y Ecuador, países que sufrieron el impacto de similares choques exógenos que sacudieron al Perú. Esto ha permitido aprender que la diferencia de la respuesta implementada en el Ecuador a la crisis financiera, provocó un impacto macroeconómico devastador. En este país, el Banco Central inyectó dinero en gran escala al sistema financiero, debido a que no existía la institucionalidad requerida para ejecutar operaciones de compra y asunción de activos y pasivos bancarios; además que el fondo de seguro de depósitos no tenía financiamiento para pagar a los ahorristas de los bancos cerrados. En Colombia, en cambio, si bien el Banco de la República —su Banco Central— ayudó con liquidez a los bancos en problemas, la mayor contribución provino del Gobierno, que otorgó alivio de deudas, así como a través del Fondo de Garantía Financiera, que proporcionó liquidez adicional, y tomó el control de algunos bancos grandes en problemas.

La experiencia peruana frente a la crisis asiática y rusa también mostró que, a pesar de las mejoras en los fundamentos de la economía peruana y el significativo progreso en la implementación de la política monetaria y fiscal, la economía enfrentaba grandes retos. Por un lado, el sistema financiero era vulnerable por la alta dolarización de los créditos y de los depósitos, que podrían activar potenciales efectos negativos en la estabilidad del sistema financiero, en caso de una fuerte depreciación de la moneda doméstica. Por otro lado, la elevada dolarización restringía la capacidad del BCRP para implementar una respuesta contra cíclica de política monetaria en la que, además de inyectar liquidez en moneda extranjera, flexibilice su posición de política monetaria frente a una eventual salida de capitales.

El reconocimiento de esta fragilidad aceleró, a partir del año 2002, y durante la primera década de este milenio, el cambio del esquema de política monetaria, basado en un estricto control de los agregados monetarios, por el nuevo régimen de metas explícitas de inflación. Este último marco monetario incorporó, posteriormente, un conjunto de instrumentos macroprudenciales, con el fin de limitar los riesgos asociados a la dolarización financiera y al ciclo financiero global, que han terminado fortaleciendo la efectividad de la política monetaria.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera: en la segunda sección se describen los logros de la política monetaria y de la gestión macroeconómica antes de la crisis asiática y rusa. En la tercera sección se discute, cómo a fines de los noventa, el Perú enfrentó, además de los embates de las crisis asiática y rusa, un choque de oferta doméstico, es decir, el Fenómeno de El Niño, que no solo afectó al producto bruto interno (PBI), sino que también representó un perjuicio a la solvencia de empresas no financieras, situación que terminó amplificando el impacto de la crisis externa en el sistema financiero. En la cuarta sección, se destaca la contribución del BCRP en la respuesta de política frente a la crisis, las acciones del Gobierno ante la inestabilidad financiera; y se explica el proceso de ajuste macroeconómico que siguió a la política del Banco Central, y el desempeño relativo del Perú respecto a sus principales socios comerciales en la región. Finalmente, la quinta sección brinda conclusiones.

2. Los logros de la política monetaria y de la gestión macroeconómica antes de la crisis

La economía peruana enfrentó la crisis asiática y rusa con mejoras importantes en sus fundamentos macroeconómicos y en su esquema de política monetaria. En el año 1997, el Perú se encontraba en la etapa final de un proceso gradual de estabilización, luego de haber transitado por una situación macroeconómica de creciente inestabilidad, que se prolongó a lo largo de la década de los años 80. En aquellos años, la economía peruana registraba elevados desequilibrios fiscal y externo, que habían agotado las reservas internacionales y alimentado una rápida depreciación externa de la moneda e hiperinflación, de manera que la política monetaria del BCRP no contaba con credibilidad alguna.

La inflación alcanzó por primera vez un valor de un dígito en 1997, la tasa más baja desde el año 1972, lo que consolidó la tendencia decreciente que mostraba desde que se aplicó el programa de estabilización y de reformas estructurales, siete años antes (Gráfico 12-1). Este mismo año, el sector público logró un superávit fiscal de 0,1%, y se firmó el plan Brady, lo que permitió que la deuda externa del sector público se reduzca de 41,3 a 28,8% el mismo año y, con ello, se logró el retorno de la economía peruana a los mercados financieros internacionales (BCRP, 1997). El valor de las reservas internacionales alcanzó 16% del PBI, el nivel más alto desde inicios de la década de los 90. Asimismo, el PBI se expandió 7,2%, y el crédito al sector privado de las empresas bancarias creció en 25%, en términos reales, con lo que continuó avanzado el proceso de profundización financiera. También, el financiamiento externo neto a la economía se expandió hasta alcanzar 10,3% del PBI, desde un lugar negativo de 0,2% hacia 1991.

Cuadro 12-1

Indicadores Macroeconómicos: 1991-1998 (en porcentaje y como porcentaje del PBI)

	Inflación	Crecimiento del PBI	Déficit del Sector Público	Deuda Externa	Reservas Internacionales	Crédito sobre PBI	Balanza en Cta. Financiera
1991	139,2	2,2	-2,9	50,0	3,9	7,5	-0,2
1992	56,7	-0,5	-4,0	51,1	5,6	9,3	1,8
1993	39,5	5,2	-3,1	54,7	8,0	10,3	5,2
1994	15,4	12,3	-2,9	47,7	13,4	12,5	9,0
1995	10,2	7,4	-3,4	43,4	12,9	14,9	7,3
1996	11,8	2,8	-1,1	41,4	16,0	19,6	7,3
1997	6,5	6,5	0,1	28,8	18,1	22,2	10,3
1998	6,0	-0,4	-1,0	31,1	17,0	25,4	3,3
Promedio	35,7	4,4	2,3	43,5	11,9	15,2	5,5

Fuente: BCRP

Rol institucional del Banco Central

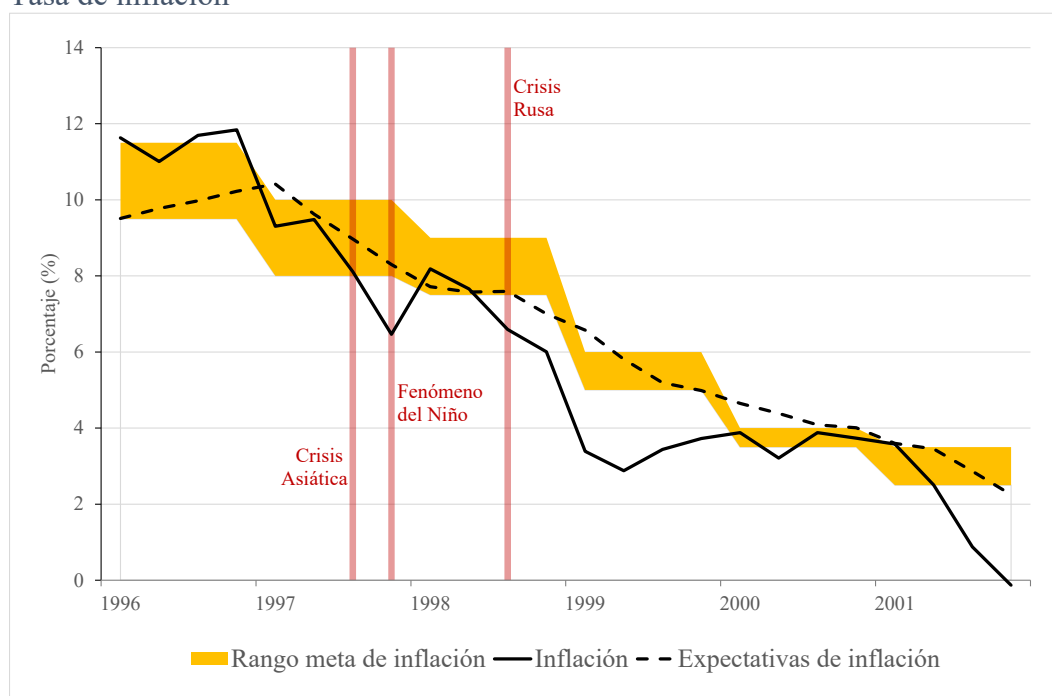
Como parte de las reformas estructurales, adoptadas en los años 90, se promulgó en 1993, una nueva Ley Orgánica del BCRP, que le otorgó independencia al Banco Central y determinó como objetivo único la estabilidad monetaria¹. Los nuevos fundamentos institucionales de la política monetaria reforzaron la credibilidad en el recién inaugurado esquema de política monetaria, que tenía por objeto reducir la inflación a través de un control estricto de los agregados monetarios. En este modelo de política monetaria, la expansión de la base monetaria estaba limitada a satisfacer la demanda por dinero, que se condicionaba a la tasa de inflación objetivo del Banco Central y al crecimiento esperado de la economía; y por el lado de las fuentes, a la acumulación de reservas internacionales, la que reflejaba, en última instancia, las mejoras en la posición fiscal.

A partir de 1994, el esquema con metas de agregados monetarios se reforzó con anuncios, por parte del BCRP, de rangos objetivos decrecientes para la tasa de inflación anual. La tasa de inflación se ubicó, en cada uno de los años posteriores a 1994, dentro de los rangos anunciados, lo que reforzó la credibilidad del Banco Central en su compromiso antiinflacionario (Armas et al., 2001)

Un elemento complementario e importante del nuevo esquema de política monetaria fue la creación de instrumentos de esterilización e inyección de liquidez de parte del BCRP, que, gradualmente, continuó expandiendo para la implementación de dicha política. En 1994 se crearon los certificados de depósito del BCRP, para retirar excedentes de liquidez, a través de operaciones de mercado abierto, y en 1997, se establecieron las operaciones de reporte con CDBCRP, como mecanismo de control monetario de corto plazo. Estas herramientas permitieron un mayor control de las tasas de interés, y de esta forma, se reforzó la transmisión de la política monetaria en el sistema financiero.

¹ El Capítulo 9 de este libro ofrece un análisis de los aspectos relevantes de esta reforma para la independencia del BCRP.

Gráfico 12-1
Tasa de inflación



Nota: Información trimestral para el periodo 1996.1-2001.4. Inflación es la tasa de variación anual del IPC de los últimos cuatro trimestres. Serie del IPC trimestral calculado como promedio de series mensuales. Expectativas de inflación es la serie trimestral de expectativas de inflación 12 meses adelante del *Consensus Forecast*.

Fuente: BCRP.

El esquema prudencial de política monetaria antes de la crisis

Otro pilar del esquema de política monetaria del BCRP en los años 90 fue el abandono de los tipos de cambio fijos en 1990, por lo que el Perú se convirtió en la primera economía emergente de la región en adoptar un esquema cambiario flexible. En un contexto de apertura de la cuenta de capitales, el esquema de flotación cambiaria permitía una mayor independencia de la política monetaria para alcanzar su objetivo antiinflacionario y, al mismo tiempo, una mayor flexibilidad para que la economía absorbiera choques externos. En economías con tipos de cambio fijo, el ajuste del tipo de cambio real, necesario para enfrentar un impacto negativo de fuente extranjera, ocurre a través de caídas en los precios domésticos. En presencia de rigideces de precios y de salarios, esta devaluación resulta altamente costosa porque genera pérdidas significativas de empleo y desaceleración de la actividad económica. Por otra parte, la rigidez cambiaria ha mostrado que exagera la vulnerabilidad del sistema financiero a los choques financieros externos, pues estimulan ataques especulativos a la moneda que pueden

conducir a crisis gemelas, bancaria y de la moneda². Estas restricciones de los esquemas de tipos de cambio fijo a la gestión macroeconómica, y al manejo de crisis bancarias se hicieron evidentes durante los años 90, y luego en 2001, cuando Argentina renunció a la convertibilidad instituida en 1991. En ese sentido, el esquema de flotación cambiaria en Perú, con una política monetaria independiente, además de apoyada por una férrea disciplina fiscal, probó ser más resiliente a los embates de choques externos negativos de finales de los noventa.

La flotación cambiaria en Perú se acompañó con intervenciones en el mercado cambiario orientadas a reducir una excesiva volatilidad en el tipo de cambio, pero sin afectar su tendencia (De la Rocha 1998, Rossini 2001). El objetivo de esta política fue evitar que, en un contexto de alta dolarización financiera, se generen efectos de hojas de balances negativos, que dañen de manera permanente la situación financiera de las empresas y de las familias con descalces cambiarios, y a través de este mecanismo, pongan en riesgo la estabilidad del sistema financiero. Como señalan Armas y Grippa (2005), en economías altamente dolarizadas, tener una gran cantidad de reservas internacionales permite que el Banco Central pueda actuar como prestamista de última instancia en moneda extranjera, en particular en los períodos de salidas de capital o crisis financiera. La intervención cambiaria permitió también que el BCRP acumule reservas internacionales, de manera preventiva, como un instrumento efectivo para prevenir los efectos nocivos de una reversión repentina de flujos de capital, y posibles caídas de términos de intercambio. En este sentido, la política monetaria en el Perú incorporaba un ingrediente contingente para tiempos de crisis financiera.

La acumulación de reservas internacionales se benefició, adicionalmente, de la recuperación de la intermediación financiera, que juntamente con los altos encajes en dólares que se fijaron de manera preventiva (para incentivar a la intermediación en moneda nacional), elevaron la disponibilidad de los activos líquidos en moneda extranjera de la banca, que forman parte de las reservas internacionales del BCRP. Como explica Choy (1999), el BCRP estableció un elevado encaje marginal de los depósitos en moneda

² El efecto multiplicador negativo de las paridades cambiarias rígidas en las crisis bancarias de América Latina, en los años noventa y principios de los 2000, se encuentra en Jácome (2012). Un análisis general de las llamadas crisis gemelas se halla en Kaminski y Reinhart (1999).

extranjera desde el comienzo del programa de estabilización, a inicios de los noventa, para construir "una importante reserva que sirva para hacer frente a salidas imprevistas de capitales que podrían poner en riesgo al sistema financiero". El alto encaje marginal en moneda extranjera, en 1997 permitió al sistema bancario acumular US\$ 3,7 mil millones en depósitos de encaje en el Banco Central, lo que representó el 42% de los depósitos bancarios en moneda extranjera, una posición holgada de liquidez internacional³.

Además, los mayores ahorros en moneda nacional del sector público en el BCRP facilitaron que este último pudiera intervenir en el mercado cambiario, comprando moneda extranjera, sin generar desvíos de la base monetaria respecto sus niveles metas, consistentes con su objetivo de inflación. Así, entre 1994 y 1997, el BCRP compró US\$ 4 356 millones, equivalente a 9,4% del PBI de 1997, los que se esterilizaron, principalmente, con la acumulación de depósitos del sector público en el Banco Central.

La suma de las intervenciones en el mercado de cambios, financiados en parte con los ahorros del sector público, y también con el uso de encajes marginales en moneda extranjera, permitieron al Perú recuperar una posición holgada de liquidez internacional. De esta manera, hacia 1997, el BCRP había acumulado un monto de reservas internacionales equivalente a 16% del PBI.

Los retos de la política monetaria antes de la crisis

Como se adelantó, por un lado, el sistema financiero mostraba vulnerabilidades por la alta dolarización de los créditos y de los depósitos. La dolarización, que se ubicaba alrededor del 76% en 1997, profundizaba los descalces cambiarios que hacían que la economía y el sistema financiero sean más sensibles a las depreciaciones abruptas en el tipo de cambio. Adicionalmente, con el mayor acceso de la economía a los mercados financieros internacionales, los bancos locales intensificaron el uso de los adeudados, de corto plazo

³ Los encajes en moneda extranjera se mantuvieron en niveles superiores a 30 por ciento durante toda la década los noventa, con el objetivo de mantener elevados niveles de liquidez internacional en el sistema financiero local, y de tal manera reducir los riesgos de liquidez, asociados a la dolarización financiera.

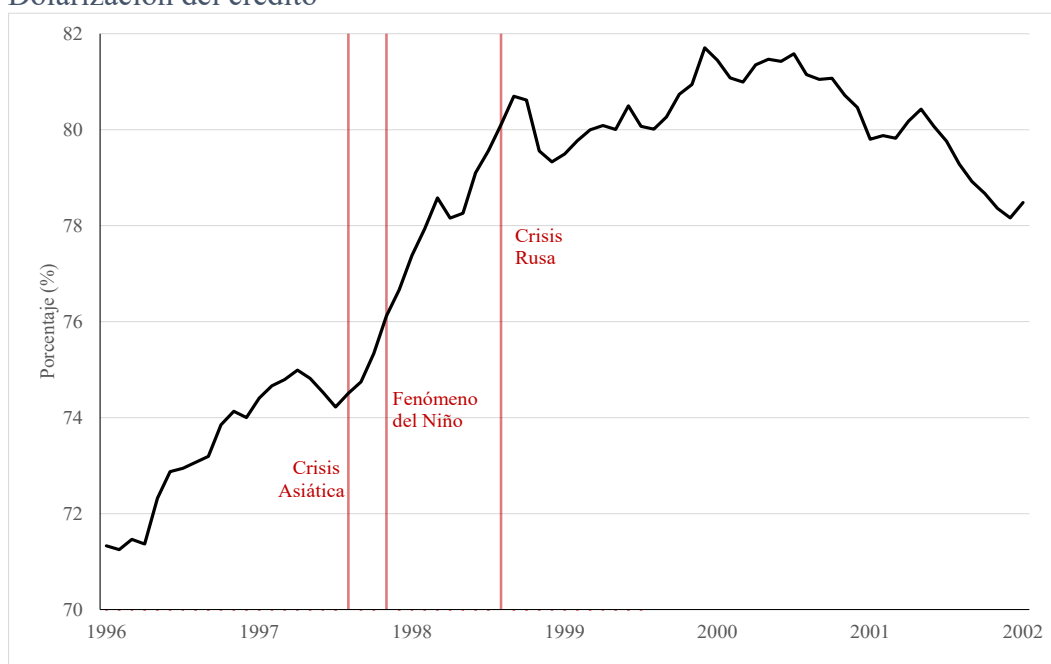
con el exterior, para financiar la expansión del crédito al sector privado en dólares. Como consecuencia, en 1997, el crédito en dólares de las empresas bancarias creció 30% en términos reales, y los adeudados de corto plazo de la banca con el exterior contribuyeron, en 44%, al flujo del crédito total al sector privado. Así, el saldo de estos adeudados alcanzó un nivel máximo de US\$ 4 500 millones, a mediados de 1998, elevando substancialmente el riesgo de liquidez del sistema financiero local.

Si bien los altos niveles de dolarización restringían la capacidad del BCRP para utilizar el tipo de cambio como mecanismo de absorción de choques externos, también elevaron el valor de las reservas internacionales, que eran necesarias para contener el impacto de salidas repentinas de capitales sobre el tipo de cambio y la estabilidad financiera.

Esta magnitud de reservas internacionales, y la señalada mejora significativa en los fundamentos de la economía peruana, fueron instrumentales en una respuesta efectiva del Banco Central frente a la crisis asiática y rusa.

La disponibilidad de reservas internacionales permitió al BCRP inyectar liquidez en moneda extranjera, y limitar la depreciación de la moneda doméstica, lo que mitigó el impacto de la crisis en el sistema financiero local. Sin embargo, una respuesta contracíclica por parte del BCRP, en la que además de inyectar liquidez en moneda extranjera, este flexibilice su posición de política monetaria, frente a la salida de capitales, se encontraba limitada por la necesidad de mantener sus metas cuantitativas de agregados monetarios. Ello, planteó un balance delicado para el BCRP, en el que debía ponderar la necesidad de facilitar un ajuste ordenado de la economía, con la salida de capitales, permitiendo una mayor depreciación de la moneda doméstica, y flexibilizar la meta de agregados monetarios; pero, al mismo tiempo, evitar que se dañe la estabilidad del sistema financiero, limitando una mayor depreciación con un cumplimiento estricto de las metas de crecimiento de agregados monetarios. Ello implicaba, en el corto plazo, que la tasa de interés tuviera una alta volatilidad.

Gráfico 12-2
Dolarización del crédito



Nota: Información mensual para el periodo 1996.1-2001.12. Variación interanual de los términos de intercambio.

Fuente: BCRP.

Asimismo, el traspaso del tipo de cambio a la inflación era todavía superior al 30% (Winkelried, 2003; Leiderman et.al, 2006), por lo que, frente a movimientos abruptos en el tipo de cambio, que potencialmente podrían elevar inflación y sus expectativas, el esquema de metas de agregados monetarios del BCRP generaba incrementos en la tasa de interés.

3. Los choques reales y financieros de finales de los 90

Entre la segunda mitad del año de 1997 y el tercer trimestre 1998, la economía peruana experimentó el impacto significativo de tres choques exógenos simultáneos: el fenómeno de El Niño, la crisis asiática y rusa, y una caída significativa de los términos de intercambio. En conjunto, estos eventos representaron un choque de oferta doméstico, una crisis financiera de origen internacional y un choque de demanda externa negativo y persistente, asociado a la caída de términos de intercambio.

Cuadro 12-2

Producto Bruto Interno (variaciones porcentuales)

Sectores económicos	1996	1997	1998	1999	2000
Agropecuario	6,5	4,4	0,1	11,1	5,8
Pesca	-2,3	-0,3	-9,7	32,7	19,7
Minería e hidrocarburos	5,6	8,0	3,6	9,5	0,9
Manufactura	1,8	4,5	-2,7	-1,4	5,6
Electricidad y agua	5,3	13,4	4,7	4,5	3,6
Construcción	-2,8	14,9	0,8	-10,1	-7,0
Comercio	0,9	7,6	-2,6	-0,8	3,8
Servicios	3,1	5,7	-0,4	0,5	2,4
PBI Global	<u>2,8</u>	<u>6,5</u>	<u>-0,4</u>	<u>1,5</u>	<u>2,7</u>
Sectores primarios	5,4	5,6	0,9	11,5	3,5
Sectores no primarios	2,0	6,7	-0,8	-1,6	2,4

Nota: Año base 2007.

Fuente: BCRP.

El impacto macroeconómico

El fenómeno de El Niño (FEN) ocurrió entre noviembre de 1997 y abril de 1998⁴. Este choque tuvo categoría de extraordinario y, en magnitud solo similar al sucedido en 1982-1983, con episodios extremos de lluvias y altas temperaturas, que afectaron la costa norte, y con un déficit de precipitaciones en la sierra sur (SENAMHI, 2014).

El FEN afectó principalmente los sectores de agricultura, pesca, transporte y comercio. De estas actividades, la de pesca fue la más afectada. Debido a un aumento significativo en la temperatura superficial del mar, las especies principales en la industria pesquera, tales como la sardina y la anchoveta desaparecieron. Resultado de ello, en el cuarto trimestre de 1997, la producción del sector pesquero cayó 58,6%, mientras que en el año 1998 tuvo una baja adicional de 9,7%. Las exportaciones tradicionales y no tradicionales pesqueras (en valor FOB) se redujeron en 72% durante el primer trimestre de 1998, y acumularon un descenso de 55% en total para 1998. Por otro lado, las inundaciones, los huaicos, los menores rendimientos agrícolas por anomalías en la temperatura ambiental, el exceso de lluvias, la deficiencia de riego y la presencia de plagas, también impactaron negativamente en la producción agrícola, que registró un crecimiento de solo 0,1% en 1998. Las exportaciones de productos tradicionales y no tradicionales agrícolas (en valor FOB) retrocedieron 27%. Los desastres naturales, al

⁴ Presidencia de la República (1999, p. 23).

mismo tiempo, deterioraron la red vial del país, y causaron paralizaciones en la producción y comercialización de bienes, debido a restricciones de transporte.

Como consecuencia del impacto del FEN, los flujos de caja de las empresas no financieras se redujeron y, por tanto, la calidad crediticia de los créditos a los sectores agricultura, pesca, manufactura, comercio y servicios se deterioraron significativamente (BCRP 2017). Entre diciembre de 1997 y el mismo mes de 1998, la cartera atrasada del sector agropecuario se elevó de 7,6 a 10,4% y la del sector comercio de 5,8 a 9,0% (SBS 1998). Este detrimento en la capacidad de pago de las empresas fue exacerbado por el impacto adicional de la crisis financiera asiática-rusa en la economía, así como por restricciones adicionales en la oferta de créditos.

Entre 1997 y 1998, el sector agropecuario, comercio y servicios experimentaron decrecimientos abruptos en su acervo de créditos, en tanto que este impacto se dio con rezago en el sector pesquero (ver Cuadro 12-3). Si bien el costo global del FEN 1997-1998 fue elevado, entre 3,0 y 6,2% del PBI⁵, el impacto de este choque en la economía fue menor a los generados por el FEN 1982-1983, debido a acciones de prevención y mitigación ejecutados por el Gobierno.

Cuadro 12-3
Crecimiento del crédito por sectores económicos

	Agricultura	Pesca	Minería	Manufactura	Electricidad	Construcción	Comercio	Servicios
1995	34,4	45,8	50,2	39,4	-19,0	92,0	35,3	61,4
1996	53,2	36,5	82,7	40,5	394,1	23,1	35,5	63,0
1997	30,5	27,4	3,5	17,2	-0,5	33,3	22,8	52,4
1998	15,4	48,9	41,4	33,7	134,3	51,3	4,6	14,8
1999	-4,7	8,5	20,3	-1,4	58,6	-0,2	6,1	-15,5
2000	5,1	20,9	9,9	-3,7	29,8	-3,3	-23,8	3,5

Fuente: SBS. Compendio estadístico histórico de colocaciones por sector económico de destino 1992-2000.

La crisis asiática estalló el 7 de julio de 1997, cuando Tailandia empezó a tener problemas en su sistema financiero y esto derivó en presiones especulativas, que llevaron al país a devaluar su moneda, el Bath, y abandonar su régimen de tipo de cambio fijo con respecto al dólar estadounidense. Este evento marcó la primera fase de una crisis que alcanzó escala mundial, y que se inició con un efecto dominó sobre los países denominados coloquialmente como los “tigres” asiáticos. En una sola semana: el 11 de

⁵ BCRP (2017) estima que las pérdidas económicas del FEN fueron de 3,0% del PBI. La CAF (2000) calcula que el FEN 1998-1999 originó pérdidas directas e indirectas de más de 4,5 por ciento del PBI. Vargas (2009) considera en tanto una pérdida global de 6,2% PBI.

julio, Filipinas permitió la flotación de su moneda, Malasia admitió la flotación del Ringgit el 14 de julio e, inmediatamente, Singapur hizo lo mismo; para luego, el 14 de agosto, Indonesia también decidiera dejar su régimen de banda cambiaria. En agosto, el FMI anunció un plan de rescate para Tailandia (King, 2001), pero esta primera fase de la crisis asiática no tuvo efectos relevantes sobre el Perú ni, en general, sobre Latinoamérica, salvo una caída en la cotización del cobre.

Sin embargo, no pasó igual con la segunda fase de la crisis asiática, que detonó en octubre de 1997, ante una agudización de las presiones cambiarias y una reversión de los flujos de capital en los países más importantes de Asia⁶. Al extenderse esta crisis y tomar mayores dimensiones, las Bolsas en Europa y Estados Unidos cayeron, pero los impactos en Latinoamérica fueron aún rezagados, y en menor escala. En el Perú el *spread*⁷ EMBIG aumentó solo en noviembre a 523,8 puntos básicos desde un promedio de 385,6 puntos básicos entre marzo y octubre de 1997⁸, aunque este aumento se revirtió posteriormente (Ver Panel D del Gráfico 12-3). Aunque no se registraron salidas abruptas de flujos de capital desde el inicio de la crisis asiática, a partir de octubre comenzó un periodo de depreciación del sol (Ver Panel B del Gráfico 12-3).

No obstante, un efecto importante de la desestabilización de las economías asiáticas fue su secuela en el crecimiento de Asia y en el mundo⁹, lo que a su vez generó una menor demanda de materias primas, y con ello, una fuerte caída de los términos de intercambio para Perú (Ver Panel A del Gráfico 12-3).

⁶ Corea, en octubre, decidió nacionalizar Kia Motors por problemas de financiamiento, Hong Kong elevó su tasa oficial *overnight* de 7 a 300 por ciento para defender su moneda de ataques especulativos, pero causó una corrida bursátil; en noviembre, 16 bancos de Indonesia quebraron, 2 bancos japoneses se declararon en bancarrota, y Corea del Sur abandonó su tipo de cambio fijo, y aplicó a un paquete de rescate del FMI (King, 2001).

⁷ Se usará el término *spread* para referirse al diferencial de riesgo o de tasas de interés.

⁸ En octubre, el *spread* EMBIG Perú era de 376,2 puntos básicos.

⁹ Las proyecciones de crecimiento para 1998 en la región asiática se revisaron y disminuyeron de un rango entre 6 y 8 por ciento, en el periodo previo a la crisis, a un estimado entre 1 y 2 por ciento para proyección en abril 1998 (Goldstein, 1998). Asimismo, Goldstein (1998) indica que dos tercios de la revisión negativa en la proyección del FMI, en abril 1998, para el crecimiento mundial de 1998, a 3,1 por ciento (desde la proyección base 4,3 por ciento, en octubre 1997) se puede explicar por un menor dinamismo de la región asiática.

Esta evolución se agudizó con la aparición de la crisis rusa¹⁰. Los términos de intercambio registraron tasas negativas de crecimiento interanuales, desde mayo 1998. Al cierre de 1998, los términos de intercambio cayeron 6,7%, lo que provocó una disminución del valor y el poder de compra de las exportaciones, y se inició un ciclo recesivo de la economía peruana (BCRP 1998).

En el primer semestre de 1998 las exportaciones mineras (en valor FOB) descendieron 16,0%, mientras que al cierre de 1998 crecieron solo 0,6% (en 1997 las exportaciones mineras se incrementaron en 3%). El declive más abrupto de los términos de intercambio se registró en mayo 1999, cuando se contrajeron 16,9% respecto del año previo, y tuvo un impacto recesivo adicional en la economía. El precio del cobre tuvo en marzo de 1999 su cotización más baja desde 1987, llegando a US\$ 0,63 por libra¹¹. Mientras tanto, el oro alcanzó un valor de US\$ 256,2 por onza troy julio de 1999, su menor nivel en 20 años¹².

En agosto de 1998, el Gobierno ruso abandonó su tipo de cambio fijo¹³, prohibió la adquisición de moneda extranjera, estableció una moratoria de noventa días en los pagos de su deuda externa y amplió la banda de fluctuación del rublo. Esta decisión fue sorpresiva debido a que las reformas en Rusia tenían el apoyo del FMI (BCRP, 1998; SBS, 1998; Schnabl, 2012). Como resultado de las pérdidas por la suspensión del servicio de la deuda de ese país, el *default* ruso, se originó bancarrotas en varias instituciones financieras europeas y estadounidenses, siendo la más notable la quiebra del fondo de inversiones Long Term Capital Management.

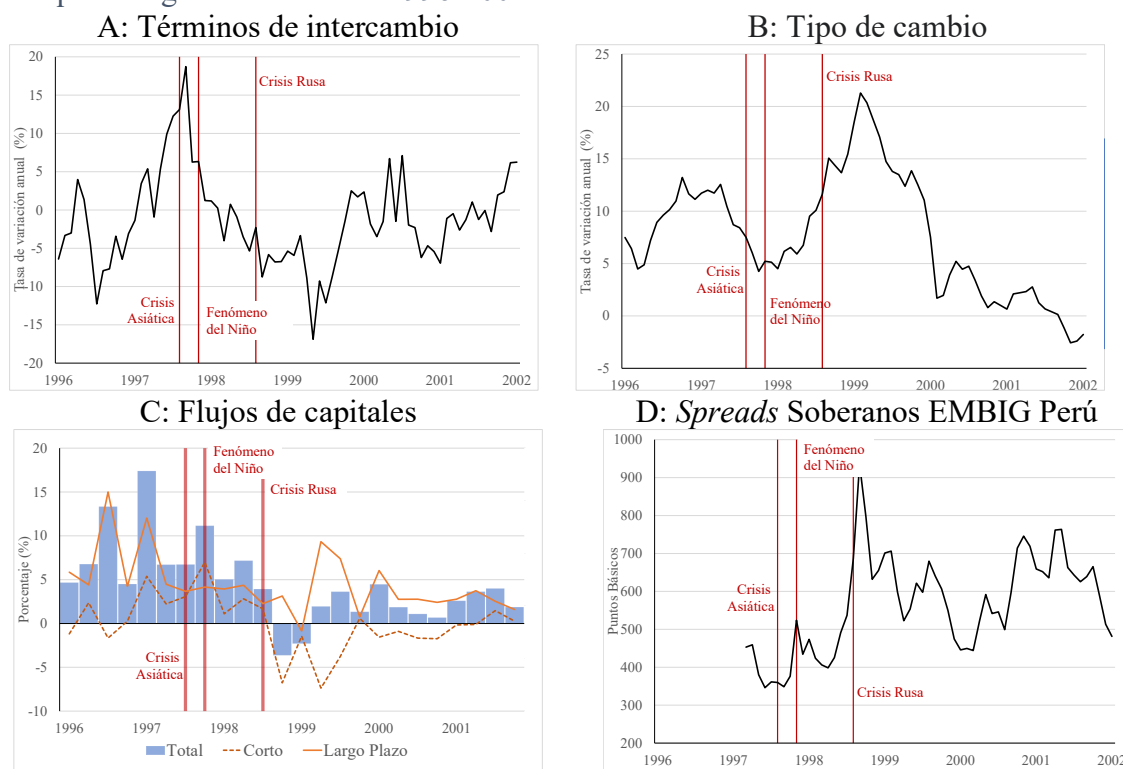
¹⁰ Las proyecciones del FMI para el crecimiento mundial, en octubre 1998, se revisaron negativamente aún más, a un nivel de 2,0% para el 1998, desde 3,1%, reportado en la proyección de abril 1998. El crecimiento mundial para 1999 fue revisado también de 3,7 a 2,5%.

¹¹ Desde el inicio de la crisis asiática, en julio de 1997, con el cobre cotizando en US\$ 1,11 por libra, en promedio, hasta ofertarse en US\$ 0,63 por libra en marzo 1999; la caída promedio mensual en el precio del cobre fue 2,9%, y registró un descenso acumulado de 43,2%.

¹² Del inicio de la crisis asiática, en julio de 1997, hasta julio 1999, el oro acumuló un retroceso de 20,9%.

¹³ La crisis asiática también tuvo un impacto importante en Rusia, que entre octubre de 1997 y julio de 1998 perdió reservas por US\$ 7,5 mil millones.

Gráfico 12-3
Choques exógenos en el Perú: 1996-2002



Nota: Panel A y Panel B: Información mensual para el periodo 1996.1-2001.12. Variaciones interanuales de los términos intercambio y del tipo de cambio nominal, soles por dólar. Panel C: Información trimestral para el periodo 1996.1-2001.4. Flujos de la cuenta financiera. Total: Cuenta financiera. Corto Plazo: incluye flujos de externos de capitales a Empresas Financieras, Banco de la Nación y Empresas no Financieras. Largo Plazo: Incluye flujos de Inversión privado (Extranjera Directa, Flujos de inversión de cartera, préstamos de largo plazo y otros) y flujos cuenta financiera del sector público. Panel D: Información mensual 1997.3-2002.1. *Spreads* soberanos EMBI Global, promedio mensual, en puntos básicos.

Esta serie de insolencias originó una crisis de liquidez e incertidumbre en los mercados de capitales e interbancarios internacionales, que gatilló una salida abrupta de capitales de las economías emergentes. En setiembre 1998 los *spreads* EMBIG se incrementaron significativamente: el *spread* EMBIG Perú aumentó a 935,8 puntos básicos desde un nivel de 536,8 puntos básicos en julio (Ver Panel D del Gráfico 12-3); y el *spread* EMBIG Latam en el mismo periodo subió de 550,4 puntos básicos a 1225,0 puntos básicos. El país latinoamericano más afectado fue Brasil, que entre agosto y diciembre de 1998, perdió US\$ 25 mil millones de sus reservas, a la vez que el índice de la Bolsa de Sao Paulo disminuyó 24% (BCRP, 1998). El 15 de enero de 1999 se había iniciado la crisis brasileña, cuando el Gobierno anunció el fin de su tipo de cambio fijo y permitió que se devalué y fluctúe libremente. La combinación de estos hechos causó una mayor desestabilización de la economía mundial.

Esta agudización de la crisis asiática y rusa, por su parte, originó una salida importante de capitales de la economía peruana. La cuenta financiera pasó de un balance positivo de 3,9% del PBI, en el segundo trimestre de 1998, a un resultado negativo de -3,6% del PBI (Ver Panel C del Gráfico 12-3). En el mismo periodo, el flujo neto de capitales de corto plazo pasó de 1,2% del PBI a -6,2% del PBI. El rubro de estos flujos de capital, que se redujo más notablemente, fue el de préstamos interbancarios de bancos internacionales a bancos domésticos. Esta caída en las fuentes de financiamiento externo de corto plazo fue persistente. La restricción en el acceso a las líneas de crédito internacionales provocó un choque de liquidez en el sistema de interbancario peruano, una elevación de las tasas de interés, y coadyuvó un racionamiento de crédito (Castillo & Barco, 2009; Schnabl, 2011; SBS, 1998).

En resumen, el choque simultáneo del FEN en 1997-1998, la crisis asiática y la crisis rusa afectaron la capacidad de producción del país, redujeron los términos de intercambio, comprometieron las exportaciones peruanas¹⁴ y contrajeron la disponibilidad de liquidez para préstamos.

El impacto en el sistema financiero

El sistema bancario peruano se había fortalecido, a lo largo de los años noventa, al igual que su régimen de vigilancia. En un ambiente de creciente estabilidad macroeconómica y liberalización financiera –se eliminaron los controles de las tasas de interés, la asignación de crédito por sectores y los créditos subsidiados–; y también se liberó la cuenta de capital. Como respuesta a dicho entorno y las reformas en la Ley de Bancos en 1993 y 1996, los intermediarios financieros ampliaron su oferta de servicios y operaciones y se incorporaron bancos extranjeros al mercado peruano. Al mismo tiempo, la regulación y supervisión bancaria se fortaleció: entre las reformas destaca el aumento de los requerimientos de capital al nivel sugerido por Basilea, y la ampliación de la cobertura regulatoria para incluir al sector no bancario. Por otro lado, en 1991 se estableció el sistema de seguro de depósitos, a fin de ofrecer a los ahorristas una red básica de seguridad financiera.

¹⁴ Sí bien el Perú tenía limitadas relaciones comerciales con Asia y Rusia, los desenvolvimientos de la crisis financiera internacional afectaron el comercio internacional.

Sin embargo, los choques externos que golpearon a la economía peruana en 1998, y los daños ocasionados por los efectos del FEN, dejaron en evidencia las vulnerabilidades que aún tenía el sector financiero. Por una parte, la calidad de la cartera de la banca se deterioró, pues en años anteriores en que el crédito creció rápidamente, algunas instituciones concentraron su riesgo en sectores perjudicados, como la pesca y la agricultura. Además, debido a la desaceleración de la actividad económica, la recuperación de la cartera cayó en algunas instituciones pequeñas, que habían concedido préstamos mayoritariamente dirigidos al consumo y de naturaleza comercial¹⁵. Por otra parte, la salida de capitales en el Perú, motivada por la crisis en Rusia y en Brasil, en la segunda parte del año, generó un estrangulamiento de la liquidez bancaria, que llevó la tasa de interés interbancaria a alcanzar un valor promedio de 38% en el mes de septiembre. Como consecuencia, se desaceleró la entrega de préstamos en la economía, y se configuró el conocido ciclo de expansión y contracción del crédito – “*boom and bust cycle*” – frecuentemente asociado con las crisis bancarias¹⁶.

Una situación similar la vivieron algunos otros países de la región, especialmente en la subregión andina. El caso más parecido es el de Ecuador, cuya economía también sufrió el impacto de los choques productivo o real y financiero, así como el embate del FEN. Colombia no tuvo mayor daño ocasionado por el FEN, pero debió enfrentar las consecuencias del menor ingreso de divisas, por la caída de los precios de sus exportaciones, así como la salida de capitales, asociada con la crisis financiera de los países emergentes.

Tras estos choques exógenos, si bien el Perú no experimentó una crisis bancaria, su sector financiero experimentó efectos adversos importantes, especialmente por la reversión de capitales. Como se mencionó, dos factores contribuyeron a aumentar la vulnerabilidad del sector bancario: a) el alto nivel de deuda extranjera de corto plazo de los bancos, y b) el elevado porcentaje de dolarización financiera. A fines de 1997, la ratio de dolarización del crédito era de 76%, y los préstamos en la moneda extranjera determinaban la dinámica del crédito total. En 1997, el crédito en dólares de las empresas bancarias creció 30% en términos reales, y los adeudados netos con el exterior de la banca

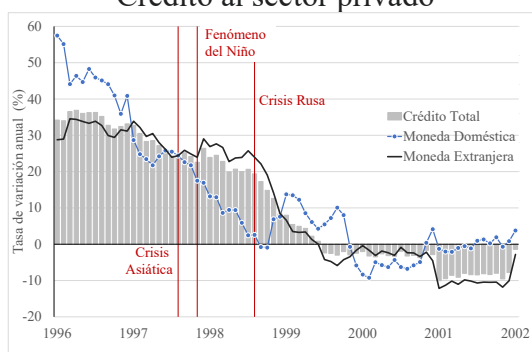
¹⁵ Fondo Monetario Internacional (2001).

¹⁶ Para una explicación de los ciclos de apogeo y contracción del crédito, ver, por ejemplo, Gourinchas et al., (2001) y Tornell y Westermann (2003).

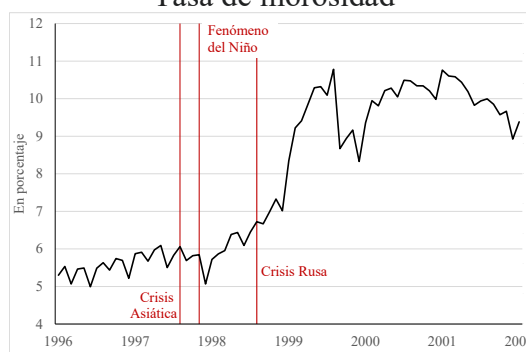
contribuyeron 58,9% en este flujo. Así, dada la crisis de liquidez internacional, cuando los bancos extranjeros limitaron sus préstamos a los bancos locales, en el segundo semestre de 1998, el sistema bancario experimentó un grave problema de financiamiento para honrar a sus pagos con el exterior.

En la medida que las fuentes de financiamiento no son completamente sustitutas, los bancos tuvieron que ajustar drásticamente el crecimiento del crédito, ante la paralización de sus fuentes de financiamiento externo¹⁷. En agosto de 1998 el saldo de préstamos en moneda extranjera crecía a tasa de 24%, en tanto que en diciembre de 1998 se desaceleró a 8,4% (Gráfico 12-4). En los siguientes periodos, la reducción en el nivel de intermediación fue persistente y dominante, por lo que el crédito mostró tasas negativas hasta el 2004. En este mismo periodo, la calidad de los activos de la banca también se deterioró drásticamente. La ratio de morosidad de la banca se incrementó de 5% en 1997 a 8,3% en 1999. Este aumento de la morosidad fue persistente, y solo se revirtió a sus niveles previos, con una tasa de alrededor 5%, hacia inicios de 2004 (Gráfico 12-4).

Gráfico 12-4
Evolución del sistema financiero
Crédito al sector privado



Tasa de morosidad



Nota: Información mensual para el periodo 1996.1-2001.12. Variaciones interanuales del crédito en moneda doméstica, crédito en moneda extranjera, y crédito total a tipo de cambio constante. Tasa de morosidad del sistema bancario.

Fuente: BCRP.

Las salidas de capital, que detonaron la contracción crediticia interna, revelaron problemas de solvencia en varios bancos, incluyendo al Banco Wiese y al Banco Latino, quienes registraban una participación de mercado de 15,1 y de 3,2% de los depósitos del

¹⁷ Schnabl (2012) muestra que la caída en el nivel de crédito es especial para aquellos bancos con más exposición a fondeo externo, y se explica en mayor proporción por el choque de liquidez internacional.

sistema, respectivamente. La inestabilidad también afectó a otros seis bancos pequeños que tenían una participación de mercado de 6,5% de los depósitos del sistema bancario.

4. La respuesta de política

Para prevenir un daño en el sector financiero mayor, y que los costos económicos y sociales fueran elevados, el BCRP y el Gobierno tomaron acciones en forma temprana. Y el resultado fue positivo, pues se evitó que los problemas de liquidez y el deterioro de la cartera de los bancos se convirtiesen en una crisis, que pudo haber alcanzado una dimensión sistémica¹⁸. Si la respuesta de política no hubiera sido adecuada y adoptada oportunamente, la economía peruana pudo haber vivido un descalabro parecido al que ocurrió en Ecuador o, al menos, consecuencias similares a las que pasaron en Colombia, tal como se describe brevemente en el Recuadro 12-1.

La respuesta del BCRP

El BCRP se concentró en combatir la contracción de la liquidez bancaria y asegurar que se mantenga el flujo de crédito a la economía. Con ese propósito, otorgó créditos de liquidez en moneda nacional, particularmente en el último cuatrimestre de 1998. Los créditos se concedieron a tasas de mercado, a fin de proteger la rentabilidad del sol frente al dólar y, con ello, se evitó validar las presiones de depreciación sobre la moneda peruana. Para la moneda extranjera, el BCRP disminuyó la tasa de encaje marginal de 45 a 35%, y elevó la remuneración del encaje, correspondiente a los depósitos en moneda extranjera, en el mes de julio. El BCRP, en septiembre, otorgó liquidez en moneda extranjera e intervino en el mercado de cambios, a modo de moderar la depreciación del sol, originada por la salida de capitales tras la crisis rusa.

En vista que el drenaje de divisas continuó ante el cierre de líneas de crédito externas a los bancos, el BCRP redujo la tasa media de encaje en moneda extranjera –1,5 puntos porcentuales en cada mes del último trimestre de 1998 – y, hacia el final del año,

¹⁸ Es por esta razón que los problemas financieros que vivió el Perú, entre finales de 1998 y 2000, no son considerados como un episodio de crisis bancaria. Ver, por ejemplo, la conocida base de datos de crisis bancarias de Laeven y Valencia (2013).

disminuyó la tasa de encaje marginal en moneda extranjera de 35 a 20%¹⁹. El BCRP pudo enfrentar la reducción de divisas gracias a que había acumulado, a lo largo de los años anteriores, un monto importante de reservas internacionales que, a finales de 1997, había alcanzado un nivel de 18% del PBI.

Dado que el BCRP inyectó dinero a la economía en forma moderada, pudo preservar un equilibrio entre mantener en funcionamiento el mercado monetario, es decir, abasteciendo la liquidez, sin generar excedentes monetarios que hagan atractiva la demanda de activos en divisas. Además, como se anotó, el BCRP intervino en el mercado de cambios, con el objeto de contener la depreciación del sol, impulsada por la salida neta de capitales, y efecto de la crisis internacional. Como resultado, las reservas internacionales netas cayeron en cerca de 10 y 8,5% en 1998 y 1999, respectivamente, sin que ello signifique una gran pérdida pues, a finales de 1999, su saldo era aún equivalente a casi un año de importaciones de bienes y servicios²⁰. En la medida que se mantuvo el ordenamiento monetario, y la ayuda financiera a los bancos se dio, solo parcialmente, en dólares, la depreciación del sol fue moderada y gradual: 15,4 y 11,4% en 1998 y 1999, respectivamente, y la inflación fue estable, en alrededor de 6% en 1998, mientras que cayó a 3,7% en 1999.

El costo mayor se dio por el lado de la actividad económica, pues la producción se contrajo 0,7% en 1998 y apenas creció 0,9% en 1999²¹. Sin embargo, la causa de este efecto negativo en la economía no es atribuible exclusivamente a la turbulencia financiera, puesto que a ella también contribuyeron la caída de los términos de intercambio y los daños provocados por el FEN.

Queda claro, entonces, el rol acertado que cumplió el BCRP. Debido a los límites impuestos por la Ley Orgánica 26123 (artículo 59), el BCRP podía extender créditos de regulación monetaria hasta una vez el valor del patrimonio efectivo de la institución prestamista y a un plazo que no exceda 30 días²². Dentro de estos límites, el BCRP actuó rápidamente para asegurar que el mercado monetario siga funcionando, pero sin alimentar

¹⁹ Ver Banco del Banco Central de Reserva del Perú (1999).

²⁰ Ver Banco del Banco Central de Reserva del Perú (1999, 2000).

²¹ Perspectivas de la Economía Mundial – Base de datos, Fondo Monetario Internacional.

²² Estas restricciones están aún vigentes.

posibles demandas especulativas contra el sol, ni tampoco presiones inflacionarias. Le correspondió al Gobierno la responsabilidad del apoyo financiero a los bancos en problemas en el manejo de la turbulencia bancaria.

El papel del BCRP durante la turbulencia financiera que vivió el Perú, en 1998–1999, muestra también las bondades de contar con un marco institucional adecuado para enfrentar crisis bancarias, sin necesidad de recurrir al dinero del Banco Central. El impacto negativo de usar en exceso el dinero del Banco Central para enfrentar las crisis bancarias, en países que no emiten moneda de reserva, ha sido estudiado y cuenta con respaldo empírico²³. En cambio, en los países que emiten moneda de reserva, como Estados Unidos, Inglaterra y Japón, así como aquellos que forman parte de la zona del euro, sus bancos centrales expandieron significativamente su balance durante –y después de– la crisis financiera de 2008 para ayudar a que el mercado monetario siga funcionando, así como para estimular la recuperación posterior de la economía. La respuesta adoptada, conocida también como política monetaria no convencional, no generó inestabilidad macroeconómica adicional, mientras que la recuperación de la actividad económica varió, dependiendo de las condiciones estructurales de cada economía.

La respuesta del Gobierno

El Gobierno también tomó decisiones, en previsión, antes de que la inestabilidad financiera se transforme en una crisis más amplia, y empleó recursos fiscales para implantar medidas de reestructuración y resolución bancaria (liquidación ordenada de una entidad crediticia insolvente). El Gobierno se enfocó en la reestructuración de los bancos, que estaban en graves problemas, y en la consolidación del sistema financiero. El componente crítico de la respuesta del Gobierno fue la aprobación del Congreso –por vía rápida– de una reforma para permitir operaciones de compra y asunción (“*purchase and assumption operations, P&A*”) así como para que el Fondo de Seguro de Depósitos (FSD) pueda capitalizar y absorber a los bancos que estaban en problemas (y prepararlos para su futura privatización). En la práctica, el Gobierno proporcionó apoyo mediante: (i) la capitalización de los bancos para favorecer las fusiones bancarias; (ii) la emisión de bonos

²³ Ver Jácome et al., (2012) para América Latina y Jácome et al., (2018) para una muestra amplia de países emergentes y en desarrollo.

para facilitar las operaciones de compra y asunción; (iii) permutaciones para reestructurar los activos, emitiendo bonos del tesoro, sin intereses, y a cambio de préstamos de cobro dudoso, que se habrían de recomprar durante un plazo de cuatro años; también emitió bonos negociables en dólares estadounidenses, a cambio de préstamos productivos, con un compromiso de recompra durante un plazo de cinco años (para fines de liquidez); y, (iv) programas de reprogramación de la deuda en el sector privado. La Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) y el Banco de la Nación también participaron a través de: (i) la absorción de bancos que estaban en estado de deterioro, mediante aportaciones de capital y la asunción de pasivos; (ii) la reestructuración de la deuda y la conversión de divisas en deuda en moneda nacional; y, (iii) la provisión de liquidez a los bancos afectados. A su vez, el FSD aumentó la cobertura por depositante a US\$ 18 500, y la indizó al índice de precios al por mayor, con apoyo financiero de una línea de crédito contingente del Gobierno de hasta US\$ 200 millones.

Por otro lado, más de 20% del sistema bancario tuvo que ser fusionado, recibió ayuda del Estado o fue liquidado. Destaca la absorción del Banco Wiese (con una participación de mercado de alrededor de 16%) por parte del Banco Lima Sudameris, y que contó con el apoyo financiero fiscal y del Banco de la Nación. El Gobierno, acertadamente, quiso impedir la quiebra del Banco Wiese, pues se corría el riesgo, llamado sistémico, de que ella contagiara a otras instituciones y desatara una crisis profunda, dado el tamaño de dicha entidad bancaria. También es importante la absorción, por Interbank, del Banco Latino, que, en diciembre de 1998, entró al régimen de vigilancia de la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS) y, a partir de ese momento, se inició un proceso de limpieza de su balance y un fortalecimiento de su capital. En ese camino hacia la absorción, Banco Latino se benefició de capitalización de acreencias y de inyección de capital de COFIDE; el Banco de la Nación, de su lado, le compró una parte de la cartera con problemas. Además, se acogió a los programas de canje de cartera por bonos del tesoro, y al Programa de Consolidación Patrimonial, que estaban dirigidos a facilitar una solución de mercado para los bancos en problemas²⁴. Otros mecanismos de mercado se dieron en instituciones de menor tamaño relativo, con el apoyo de recursos monetarios del Gobierno, y sus programas de reestructuración financiera. Banco Banex, en cambio, fue liquidado sin que ello provocara peligros de inestabilidad bancaria, por

²⁴ La Memoria Anual de la Superintendencia de Bancos y Seguros de 1999 ofrece una explicación de las características de estos programas de apoyo al sector financiero.

tratarse de un banco pequeño, y porque el FSD pagó inmediatamente a la mayor parte de sus depositantes.

El fisco complementó las medidas de inyección de liquidez del sistema financiero a través de las siguientes acciones de política:

- Conversión de los depósitos del sector público de moneda extranjera a moneda nacional. Los depósitos mantenidos en dólares por el sector público en el sistema financiero fueron convertidos a moneda nacional y se pactaron plazos de vencimientos mayores. Adicionalmente, se puso a disposición del sector financiero nuevas líneas de crédito, a través de COFIDE. Para implementarlas, se transfirieron depósitos del Gobierno, en el Banco Central y el Banco de la Nación (S/. 385 millones en total), a los bancos privados.
- Programa de compra temporal del portafolio de los bancos. Desde diciembre de 1998, el Gobierno llevó a cabo dos programas para la compra temporal de portafolio de los bancos. En la implementación de ambos programas se requería que, como contraparte i) los bancos se comprometían a la recompra de los portafolios, a una tasa de descuento de 20% en los siguientes cinco años, y ii) la implementación de un programa de fortalecimiento patrimonial, el cual incluía una inyección de capital nuevo por parte de los accionistas. En el primer programa, ocho instituciones participaron por un total de US\$ 136,3 millones. En el segundo programa, lo hicieron 11 instituciones por un total de US\$ 290,4 millones.

La SBS complementó los esfuerzos de política del Gobierno y el BCRP, al establecer la excepción temporal de la clasificación de un subconjunto de activos. La regulación vigente requería que, cuando un banco refinanciaba un crédito, el préstamo del deudor se clasificara en la mayor categoría de riesgo. Con esta exención, se permitió que los bancos reclasificaran las deudas refinanciadas en una categoría intermedia, lo que recortó las provisiones de los bancos, para aquellas deudas, de un 25% a un 5%. A pesar de que la medida inducía a los bancos a tomar mayor riesgo, redujo temporalmente los costos de refinanciar las deudas²⁵.

²⁵ Resolución SBS N° 572-97

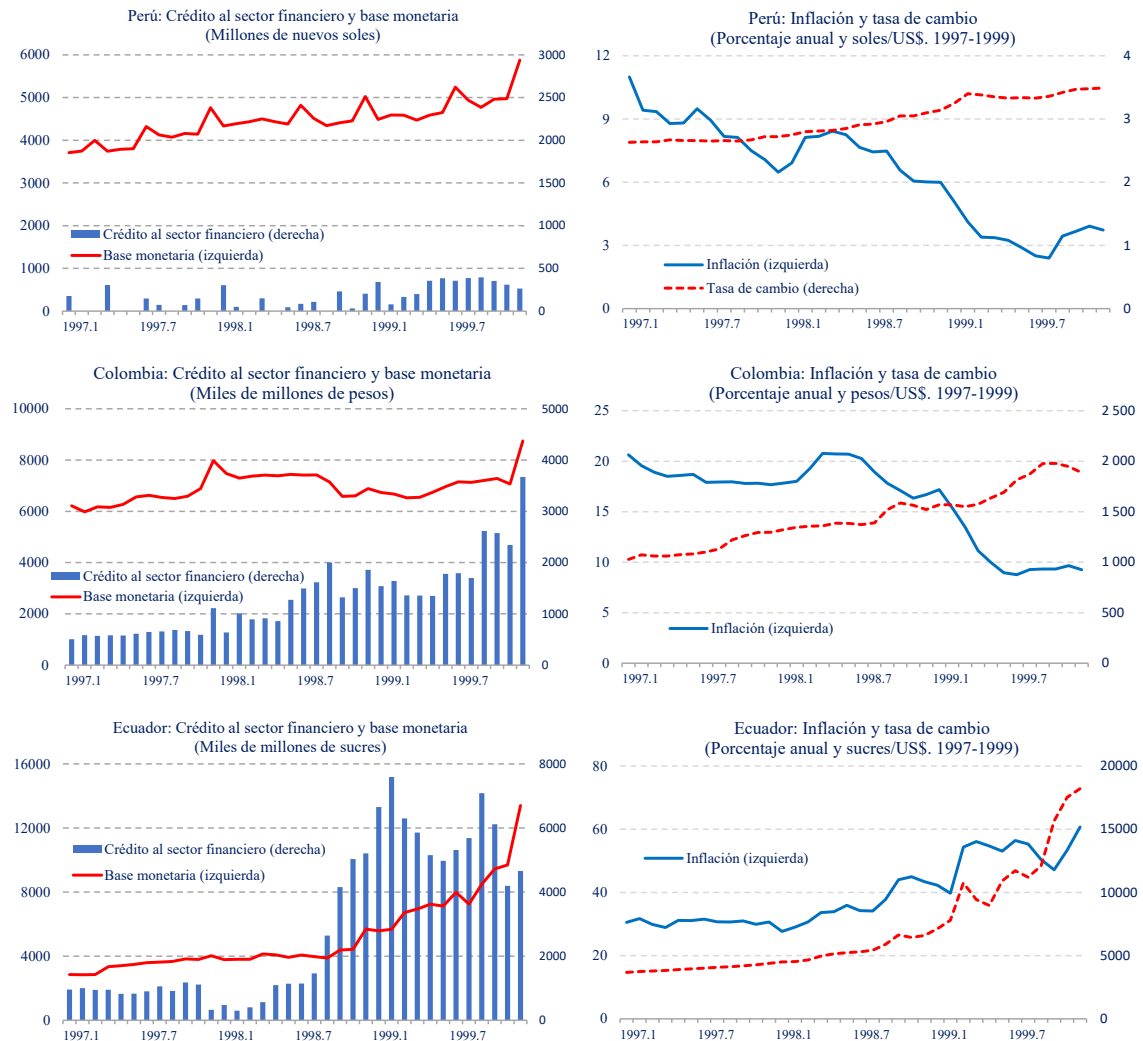
No obstante, debido a la menor la actividad económica, al incremento de las tasas de interés, y a la depreciación del tipo de cambio, la posición financiera de las empresas fue impactada negativamente, lo que debilitó la calidad de los activos financieros. Consecuentemente, el gobierno diseñó tres programas para restaurar la solvencia del sistema financiero, que estuvieron enfocados en facilitar las fusiones, la capitalización y la liquidación de las instituciones financieras:

- Programa de consolidación del patrimonio neto. Este programa promovía la capitalización de los bancos y la participación de nuevos inversionistas en las instituciones financieras que se reorganizaran. Se creó un fondo, con recursos del sector público, para la suscripción temporal de acciones del sistema financiero con necesidades de capital. Para ser elegible, las instituciones financieras tenían que suscribir no menos del 30% del patrimonio neto luego de reorganizarse. La suscripción, además, no debía representar más del 50% del incremento de capital de la institución financiera. Sólo una institución (El Banco Latino) participó en este programa, lo que implicó la suscripción de US\$ 54 millones de acciones por el fondo.
- Programa de consolidación del sistema financiero. El programa proveía un subsidio de, hasta US\$ 200 millones, a la institución financiera que adquiriera otra con patrimonio neto negativo. Bajo este esquema, se implementaron dos fusiones de instituciones financieras: Banco Lima Sudameris y Banco Wiese; e Interbank y Banco Latino.
- Programa de rescate para las compañías agrarias, y programa de consolidación del patrimonio neto de las compañías comerciales. Estos programas estaban enfocados en apoyar la refinanciación de la deuda de las empresas en los sectores agrícolas y comerciales, para los cuales se crearon dos fondos, por US\$ 100 millones y US\$ 400 millones, respectivamente. En consecuencia, entre 1999 y 2000, se llevó a cabo un largo proceso de consolidación en el sistema financiero, que consistió en la fusión y liquidación de varias instituciones. A finales de 1998, el sistema financiero estaba compuesto por 25 bancos, 7 empresas financieras, 7 empresas de *leasing*, y 29 instituciones de depósito rurales y municipales. Tres años después, a finales de 2001, el número de bancos cayó a 15, las instituciones financieras a 5, y las instituciones de depósitos rurales y municipales a 26. A pesar de esta significativa reducción, el

proceso transcurrió sin poner en riesgo la estabilidad del sistema financiero ni la confianza del público.

Gráfico 12-5

Crédito, base monetaria, inflación y tipo de cambio en Perú, Colombia y Ecuador



Fuentes: Banco Central de Reserva del Perú, Banco de la República de Colombia y Banco Central del Ecuador.

Esta respuesta fue posible gracias a que el Gobierno tenía espacio fiscal – el sector público no financiero tenía un excedente primario equivalente a 1,7% del PBI en 1997, mientras que la deuda pública era de algo más de 30% del PBI en el mismo año²⁶. La manera como el Perú enfrentó la crisis contrasta con la modalidad que se empleó en otros países de la región, como en Ecuador en esos mismos años, donde la respuesta de política estuvo a cargo, fundamentalmente, del Banco Central, no sólo entregando liquidez a los

²⁶ Peru – Staff Report for the Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement, febrero (2001), Fondo Monetario Internacional.

bancos en problemas, sino también financiando mecanismos de capitalización bancaria y de pago de seguro de depósitos (ver Recuadro 12.1). Más similitudes se encuentran con el manejo de la crisis bancaria en Colombia en iguales años, con la diferencia de que el Banco de la República no concedió ayuda de liquidez en dólares a los bancos (no hay dolarización financiera en esa economía).

Como consecuencia, el impacto macroeconómico de la crisis en Perú fue algo menor al que ocurrió en Colombia, pero largamente más benigno, en comparación con Ecuador (Gráfico 12-5). Dado que en Colombia la solución a la crisis la sobrellevó el Gobierno, principalmente, a través de Fogafín (Recuadro 12.1), el Banco de la República se limitó a proveer créditos de liquidez a las instituciones financieras en problemas, y a esterilizar esa monetización (la base monetaria se mantuvo estable). Si bien el peso se depreció en casi 25% en 1999, la tasa de inflación continuó cayendo hasta alcanzar un dígito a finales de ese año, en gran parte debido a la menor demanda, asociada con la contracción de la economía, que fue 4,2% en 1999.

En cambio, el impacto macroeconómico de la crisis financiera fue devastador en Ecuador, cuyo Banco Central inyectó dinero, en gran escala, al sistema financiero debido a que no existía la institucionalidad requerida para hacer resolución y reestructuración bancaria –era imposible hacer operaciones de compra, y asunción de activos y pasivos bancarios– y a que el fondo de seguro de depósitos no tenía financiamiento para pagar a los ahorristas de las entidades cerradas. La masiva inyección de dinero en la economía, además, financió la demanda de divisas y la salida de capitales. Como consecuencia, el sucre se depreció 50% en 1998 y 175% en 1999, en tanto que la inflación aumentó de 31% a finales de 1997 a 42 y 61% a fines de 1998 y 1999, respectivamente. La destrucción de riqueza generada por la crisis llevó a una contracción de la economía de más de 6% en 1999.

En el Perú, sin embargo, a pesar del alto grado de dolarización financiera, la inyección de liquidez en moneda extranjera ayudó a restaurar la liquidez de los bancos, a la vez que la lenta, y leve, depreciación del tipo de cambio real impidió un mayor deterioro de la calidad de los activos bancarios. De esta manera, el BCRP impidió una corrida bancaria, que pudo haber derivado en una crisis sistémica durante el periodo de reversión repentina de capitales.

El ajuste macroeconómico

En el sector productivo o real, el impacto de los choques exógenos fue relativamente leve en el Perú. Entre 1999 y 2002 la tasa de crecimiento promedio del PBI disminuyó 2,6%, en relación con el promedio del período precrisis, es decir, 1991-1997. Este nivel es menor a la disminución, en promedio, de 3,5% registrada entre sus principales socios comerciales en América Latina (ver Cuadro 12-4). Por otro lado, la ratio de inversión en el Perú disminuyó 1,8% en el mismo periodo ciclo, relativamente menor a la contracción observada en el mismo grupo de países.

La magnitud de la reversión de capitales que el Perú experimentó fue similar a la de Brasil, Chile y Colombia y Venezuela. Entre 1997 y 2002, la reversión de la cuenta corriente en el Perú fue de 4% del PBI, mayor al promedio de sus socios comerciales de Latinoamérica, que fue de 3,1% del PBI (Ver Cuadro 12-4). Sin embargo, el ajuste de la economía peruana fue diferente. Las respuestas de política económica que se implementaron en el Perú, en respuesta de la crisis asiática y rusa, fueron efectivas en evitar una caída significativa de la actividad económica, en permitir una recuperación relativamente rápida del crecimiento del PBI en los años siguientes y, por tanto, en que el ajuste macroeconómico fuese más leve.

En cuanto al tipo de cambio real, el sol se depreció 9,5%, muy por debajo de la depreciación real promedio de sus pares de la región, que fue de 28,3%. En parte, esto fue resultado del uso de reservas internacionales para enfrentar la salida de capitales (Castillo y Barco, 2009)²⁷. Al amortiguar la depreciación del sol, el BCRP permitió un menor impacto en el tipo de cambio real. Esta política fue importante para aminorar los efectos negativos de la partida repentina de capitales, en la calidad de los activos en la economía; así, se limitó el ajuste real de precios y el deterioro de la capacidad de pago de

²⁷ Castillo y Barco (2009) muestran que entre 1997 y el 2000, las reservas internacionales en el Perú disminuyeron de 67% a 50% del circulante en manos del público, más los depósitos, en soles y en dólares, de los sectores público y privado no financiero (M2). Con relación a sus principales socios comerciales, solo Venezuela usó sus reservas en mayor magnitud, de 66% a 90% de M2. En contraste, en Brasil, Colombia y Chile la reducción de reservas fue alrededor de 3% de M2, en promedio.

los prestatarios y, de esta manera, evitó la exacerbación de descalces de moneda en las hojas de balance de la banca.

Cuadro 12-4

PBI, inversión, cuenta corriente y tipo de cambio real en el Perú y sus principales socios comerciales de América Latina

	PBI			Inversión			Cuenta corriente			TCR
	(variación %, promedio anual)			(% del PBI, promedio anual)			(% del PBI)			(var. %)
	1991-1997	1991-1997	cambio	1991-1997	1991-1997	cambio	1997	2002	cambio	Jun98-Dic02
Perú	5,1	2,6	-2,6	19,0	17,2	-1,8	-6,0	-2,0	4,0	-9,5
Promedio socios Latam	4,5	1,0	-3,5	22,6	20,4	-2,3	-2,0	1,1	3,1	-28,3
Principales socios comerciales en Latinoamérica										
Brasil	2,9	2,3	-0,6	19,4	18,1	-1,3	-3,5	-1,6	1,9	-55,0
Chile	7,7	2,8	-4,9	27,3	21,9	-5,4	-4,4	-0,8	3,5	-21,3
Colombia	4,0	0,7	-3,3	24,0	16,5	-7,5	-4,5	-1,3	3,2	-31,2
Venezuela	3,4	-1,9	-5,3	19,7	24,8	5,2	4,4	8,0	3,6	-5,8

Nota: Datos sobre crecimiento, ratio de inversión sobre PBI, cuenta corriente como porcentaje del PBI provienen del FMI (Panorama Económico Mundial). Los datos sobre el tipo de cambio real (TCR) provienen del IFS del FMI. Los datos del TCR para Perú son del BIS. En 1997 Brasil, Chile, Colombia y Venezuela tuvieron 14,7 por ciento de participación del total de los intercambios comerciales del Perú con el exterior. El año 1998 es el año de mayor disrupción de la crisis asiática y rusa, y para propósitos de comparación relativa se dividen antes y después de este año.

5. Conclusiones

En este capítulo nos enfocamos en la experiencia peruana frente al impacto significativo de tres choques exógenos simultáneos ocurridos entre finales de 1997 y el cuarto trimestre de 1998: el fenómeno El Niño, la crisis asiática y la crisis rusa. Estos representaron la conmoción sincrónica de la oferta local afectada por El Niño, una crisis financiera internacional y un deterioro significativo de los términos de intercambio. En un contexto de consolidación de las reformas estructurales, efectuadas en 1993, y mejoras en los fundamentos macroeconómicos y en el esquema de política monetaria, estos desafíos pusieron a prueba la resiliencia de la economía, así como la capacidad institucional del país para manejarlos.

La Ley Orgánica del Banco Central, que le otorgó independencia y tener como objetivo único la estabilidad monetaria, reforzó el nuevo esquema de política monetaria, basado en un estricto control de la expansión de la base monetaria. Además, permitió la creación de instrumentos de esterilización e inyección de liquidez, que fueron importantes

para manejar la crisis de liquidez experimentada durante el periodo de reversión repentina de capitales, a finales de 1998. Asimismo, el esquema cambiario en el Perú, que permitía flexibilidad en el tipo de cambio, acompañado con intervenciones en el mercado cambiario para reducir una posible excesiva volatilidad en el precio del dólar, contribuyeron a un ajuste del tipo de cambio real menos costoso, (considerando las salidas inesperadas de capital y la caída en los términos de intercambio, que generaron la crisis asiática y rusa). El manejo monetario implantado por el BCRP mostró, además, los beneficios de la acumulación de reservas internacionales como un instrumento útil para prevenir los efectos nocivos de una reversión súbita de flujos de capitales. En conjunto, este esquema de política monetaria enfocado a reducir la inflación, disminuir la volatilidad del tipo de cambio, y acumular reservas prudencialmente conllevaron a un menor costo económico y social en el impacto de la crisis vivida a partir de 1998.

Sobre la base de lo analizado, concluimos sobre lo siguiente:

Primero, la experiencia peruana muestra que la credibilidad adquirida por el BCRP para mantener la inflación baja y estable fue crucial para evitar que el choque de oferta del Fenómeno El Niño y la depreciación del tipo de cambio generaran tendencias al alza en las expectativas de inflación y, con ello, afectarán el ritmo decreciente de la inflación.

Segundo, el rol del BCRP durante la turbulencia financiera internacional en 1998–1999 muestra las bondades de contar con un marco institucional adecuado para enfrentar una crisis, sin necesidad de recurrir a la financiación del gasto fiscal con emisión primaria. Además, los elevados niveles de reservas internacionales, y la mejora significativa en los fundamentos de la economía peruana permitieron al Banco Central inyectar liquidez en moneda extranjera, y limitar la depreciación de la moneda doméstica. Esta depreciación menor conllevó a un ajuste más moderado de la economía. En conjunto, se evitó que los problemas de liquidez y el deterioro de la cartera se convirtieran en una crisis que pudo haber alcanzado una dimensión sistémica. Estas respuestas de política económica fueron efectivas para impedir una caída significativa de la actividad económica, y permitir una rápida recuperación del crecimiento del PBI en los años siguientes, de manera que el ajuste macroeconómico en el Perú terminó siendo relativamente leve.

Sin embargo, la experiencia peruana durante la crisis rusa-asiática también reveló que, a pesar de las mejoras en los fundamentos de la economía peruana y el significativo progreso en la implementación de la política monetaria y fiscal, se enfrentaba retos importantes. Por un lado, el sistema financiero exponía vulnerabilidades asociadas a la alta dolarización de los créditos y de los depósitos, que podrían activar potenciales efectos negativos de una depreciación de la moneda doméstica en la estabilidad del sistema financiero. Por otro lado, la elevada dolarización restringía la respuesta contra-cíclica de política monetaria, en la que el BCRP, además de inyectar liquidez en moneda extranjera, podría flexibilizar su posición de política monetaria frente a una salida de capitales.

El reconocimiento de estas vulnerabilidades aceleró, a partir del año 2002 y durante la primera década de este milenio, el cambio del marco de política monetaria. El BCRP sustituyó el manejo basado en un estricto control de los agregados monetarios por un esquema de metas explícitas de inflación. El nuevo régimen monetario incorporó, posteriormente, un conjunto de instrumentos macroprudenciales para limitar los riesgos asociados a la dolarización financiera, y a la influencia del ciclo financiero global, con lo cual se reforzó la credibilidad del BCRP y se alcanzó una mayor efectividad en la implementación de política monetaria.

Recuadro 12.1

Respuesta de política a la crisis bancaria en Colombia y Ecuador (1998–1999)

En medio de un entorno financiero internacional adverso en 1999, el Gobierno de **Colombia** intervino, cerró o absorbió varias instituciones financieras, a la vez que otras recibieron, de su parte, apoyo de liquidez. A la postre, se cerraron dos instituciones financieras pequeñas, y siete instituciones medianas se pusieron bajo el control del Fondo de Garantía Financiera (Fogafín), siendo los bancos hipotecarios, los más afectados. El total de las instituciones impactadas representaban alrededor del 30% del sistema, medido con datos de finales de 1998.

Como primera acción de defensa ante la crisis, el Banco de la República ofreció ayuda financiera limitada, mediante el acceso a líneas de redescuento, incrementó las operaciones de reporte y facilitó el apoyo a liquidez de más largo plazo. Sin embargo, la mayor parte del soporte oficial lo aportó el Gobierno: aprobó programas de alivio de la deuda con el uso de recursos gubernamentales y, sobre la base de la solidez institucional de Fogafín, proporcionó ayuda adicional de liquidez; tomó control de grandes bancos privados; realizó operaciones de compra y asunción; e introdujo un plan de recapitalización, basado en líneas de crédito para los accionistas de las instituciones que estaban en estado de deterioro.

Además, la autoridad bancaria autorizó una tolerancia reglamentaria temporal para impulsar reestructuraciones de la deuda con instituciones financieras, mientras que el Congreso aprobó una ley que suspendió los procesos tradicionales de quiebra, durante un plazo de cinco años, para fomentar acuerdos entre acreedores y deudores.

La dinámica de la crisis bancaria en **Ecuador** fue muy diferente. Si bien la crisis fue gatillada por la suma de choques externos, de naturaleza real y financiera, y por los efectos del FEN, como en el Perú, existieron también importantes causas subyacentes que exacerbaron la gravedad de la crisis. Ecuador liberalizó el funcionamiento del sector financiero, pero la supervisión bancaria no se ajustó a la nueva realidad. En este entorno de laxa supervisión, los bancos incurrieron en operaciones nuevas que comportaban riesgos elevados. A causa de la crisis, alrededor de 70% del sistema fue intervenido, absorbido o cerrado.

Tampoco existía un marco institucional que permitiera implantar soluciones de mercado para contener la crisis. Por lo tanto, la respuesta de política recayó enteramente en el Banco Central del Ecuador (BCE) y su capacidad de emitir dinero. A partir de mediados de 1998, el BCE concedió crédito abundante a los bancos para enfrentar los retiros de depósitos, y evitar cerrar los bancos en problemas y la posibilidad de un contagio generalizado, pues solo los depositantes muy pequeños estaban cubiertos por el seguro de depósitos. Pero este pago se hacía, igualmente, con dinero del Banco Central, pues el seguro de depósitos era nuevo y no contaba con recursos propios. Solamente en diciembre de 1998 el Gobierno logró dar una ley que le permitía realizar operaciones de compra y asunción de activos y pasivos, pero la crisis había ya tomado impulso. Esta ley introdujo también una garantía general de depósitos, que se pagaba con dinero del BCE, en un esfuerzo por contener la corrida bancaria. Además, el Gobierno impuso, erróneamente, un impuesto de 1% a todas las transacciones bancarias, que aceleró el retiro de depósitos. Para contener el colapso de los bancos, el Gobierno limitó el retiro de depósitos de los bancos y reprogramó sus vencimientos a mayores plazos en marzo de 1999. Sin embargo, las presiones sociales indujeron al Gobierno a revertir esta medida, por lo que la crisis recobró fuerza nuevamente.

Fue tan grande la inyección de dinero, que el BCE no pudo esterilizar estos fondos y, por tanto, el excedente resultante en el mercado monetario estimuló la preferencia por activos en divisas de los ahorristas, incentivada por la acelerada depreciación del sucre. La pérdida de confianza en la moneda, la creciente dolarización informal de la economía, la imposibilidad de contener la crisis bancaria y la inestabilidad macroeconómica llevaron al Gobierno a decidir, en enero de 2000, que el dólar sería la nueva moneda de curso legal, en reemplazo del sucre. El efecto de este anuncio detuvo inmediatamente la persistente corrida bancaria.

REFERENCIAS

- Armas, A., Grippa, F., Quispe, Z. & Valdivia, L. (2001). De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: El caso peruano. *Estudios Económicos*, 7, 7-23.
- Armas, A., & Grippa, F. (2006). Inflation Targeting in a Dollarized Economy: The Peruvian Experience. En A. Armas, A. Ize & Eduardo Levy Yeyati (Eds), *Financial Dollarization* (pp. 115-144). Palgrave Macmillan, London.
- Banco Central de Reserva del Perú (1998). Memoria Anual 1997.
- Banco Central de Reserva del Perú (1999). Memoria Anual 1998.
- Banco Central de Reserva del Perú (2000). Memoria Anual 1999.
- Banco Central de Reserva del Perú (2001). Memoria Anual 2000.
- Banco Central de Reserva del Perú (2017). Reporte de Estabilidad Financiera, mayo 2017.
- Corporación Andina de Fomento (2000) *El Fenómeno El Niño 1997-1998: Memoria, retos y soluciones*, Tomo V. CAF.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (1998). *Impacto de la crisis asiática en América Latina*. Naciones Unidas.
- Castillo, P. & Barco, D. (2009). Crisis financieras y manejo de reservas en el Perú. *Estudios Económicos*, 17, 85-112.
- Choy, M. (1999). Monetary policy operating procedures: the Peruvian case. *BIS Policy Papers*, 5, 186-202.
- De la Rocha, J. (1998). The transmission mechanism of monetary policy in Peru. The transmission of monetary policy in emerging market economies. *BIS Policy Papers* 3, 181-194.
- Fondo Monetario Internacional (2001). Peru – Staff Report for the Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement, febrero.

- Jácome, L. I., Saadi-Sedik, T. & Townsend, S. 2012, Can Emerging Market Central Banks Bail Out Banks? A Cautionary Tale from Latin America, *Emerging Markets Review*, 13(4), 424-448.
- Jácome, L., Saadi Sedik, T. & Ziegenbein, A. (2018). Is Credit Easing Viable in Emerging and Developing Economies? An Empirical Approach. Documento de Trabajo FMI 18/43.
- Goldstein, M. (1998). The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, And Systemic Implications. *Policy Analyses in International Economics* 55. Institute for International Economics.
- Gourinchas, P.O., Valdés R. & Landerretche, O. (2001). Lending Booms: Latin America and the World. *Economía*, 1, 47-99.
- Guevara, G. (1999). Política Monetaria del Banco Central: Una Perspectiva Histórica. *Revista Estudios Económicos*, 5, 27-60.
- King, M. R. (2001) Who Triggered the Asian Financial Crisis?. *Review of International Political Economy*, 8(3), 438-466.
- Laeven, L. & Valencia, F. (2013). Systemic Banking Crises Database. *IMF Economic Review*, 61(2), 225–270.
- Leiderman, L., Maino, R. & Parrado, E. (2006). Inflation targeting in dollarised Economies. En A. Armas, A. Ize & Eduardo Levy Yeyati (Eds), *Financial Dollarization* (pp. 99-114). Palgrave Macmillan, London.
- Presidencia de la República (1999). Estudio Hidrológico - Meteorológico en la vertiente del Pacífico del Perú con Fines de Evaluación y Pronóstico del Fenómeno El Niño para Prevención y Mitigación de Desastres (1999). Lima, volumen I. Recuperado de: https://horizon.documentation.ird.fr/exl-doc/pleins_textes/divers17-01/010022332.pdf
- Rossini, R. (2001). Aspectos de la adopción de un régimen de metas de inflación en el Perú. *Estudios Económicos*, 7.
- Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología del Perú, 2014. *El fenómeno El Niño en el Perú*.
- Schnabl, P. (2012). The International Transmission of Bank Liquidity Shocks: Evidence from an Emerging Market. *Journal of Finance*, 67(3), 897-932.

- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (1998). *Memoria* 1997.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (1999). *Memoria* 1998.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2000). *Memoria* 1999.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2000). Compendio Estadístico de la Banca Comercial. Estadísticas 1980-2000.
- Tornell, A. & Westermann F. (2002). Boom-Bust Cycles in Middle Income Countries: Facts and Explanation, *IMF Staff Papers*, 49, 111-155.
- Vargas, P. (2009). El Cambio Climático y Sus Efectos en el Perú. Documento de Trabajo BCRP 2009-14.
- Winkelried, D. (2003). ¿Es asimétrico el *pass-through* en el Perú?: Un análisis agregado. *Estudios Económicos* 10, 1-29.

CAPÍTULO 13

LA TRANSICIÓN DEL CONTROL DE AGREGADOS MONETARIOS AL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

Adrián Armas

Rocío Gondo

1. Introducción

El esquema de política monetaria actual ha requerido de un continuo proceso de aprendizaje y adaptación a las condiciones propias de nuestra economía prevalecientes en diversos momentos del tiempo. Hechos cruciales sucedieron en 1990, tales como el rompimiento de la dominancia fiscal y el abandono del tipo de cambio fijo, la reducción gradual de la hiperinflación hasta alcanzar niveles internacionales, a fines de dicha década, las lecciones de los sucesivos choques adversos de 1997 y 1998 (crisis asiática, severa anomalía climática El Niño y fuga de capitales externos por la crisis rusa).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) fue el primero —en una economía con alto grado de dolarización financiera— en adoptar un régimen de metas explícitas de inflación, en enero de 2002, que se encuentra vigente hasta el presente, y que ha demostrado ser una fórmula exitosa para la estabilidad económica y financiera. Bajo este esquema, la política monetaria ha respondido de manera anticíclica a choques adversos significativos, como la Crisis Financiera Internacional (2008), la caída fuerte de precios de materias primas entre el 2013 y 2016, y la más reciente severa crisis por la pandemia del COVID-19.

Un esquema de metas explícitas de inflación para la política monetaria se caracteriza por el anuncio público de una meta de inflación cuantitativa, definida manifiestamente, la que

se espera alcanzar en un período de tiempo determinado. El objetivo de comunicar una meta de inflación es anclar las expectativas de inflación del público y, de este modo, mejorar la toma de decisiones de fijación de precios y salarios en el mediano plazo, compatible con la meta de inflación. Frente a otros regímenes monetarios, el uso de la meta de inflación para cumplir con el compromiso de estabilidad de precios proporciona una meta clara y, a su vez, la flexibilidad para que la política monetaria responda en el corto plazo.¹

Freedman y Laxton (2009) mencionan los principios rectores que guían el diseño, implementación y evaluación de los regímenes de metas de inflación:

- Rol de la política monetaria a través del uso de las expectativas de inflación como ancla nominal.
- El esquema de metas de inflación para mejorar el bienestar al reducir la incertidumbre, anclar las expectativas de inflación, y reducir la incidencia y severidad de los ciclos económicos.
- Dependencia de la efectividad del esquema de metas de inflación de otras políticas (fiscal, regulación financiera, entre otros), que faciliten y aumenten la credibilidad de la política monetaria.
- La independencia del Banco Central como característica clave para el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, dado que existen posibles conflictos con otros objetivos macroeconómicos.
- Monitoreo y mecanismos de rendición de cuentas efectivos para garantizar que las medidas de política monetaria sean consistentes con los objetivos anunciados.

Como se aprecia en el Cuadro 13-1, un esquema de metas de inflación requiere de un mercado monetario desarrollado, que permita que la tasa de interés funcione como meta operativa, así como de expectativas de inflación ancladas para que estas últimas tomen el rol

¹ Para un análisis sobre los costos y beneficios del esquema de metas explícitas de inflación con respecto a otros regímenes monetarios, ver Mishkin y Posen (1997) y Bernanke et al. (1999).

de meta intermedia. Asimismo, el tipo de cambio y las reservas internacionales actúan como mecanismos de absorción de choques.

Cuadro 13-1

Regímenes monetarios

	Ancla cambiaria	Ancla monetaria	Meta de inflación
Meta final	Estabilidad del valor de la moneda	Estabilidad de precios	Estabilidad de precios
Meta intermedia	Tipo de cambio	Oferta monetaria	Proyección de inflación
Meta operativa	Tipo de cambio	Agregado estrecho o tasa de interés de corto plazo	Tasa de interés
Absorción de choques	- Reservas internacionales - Tasa de interés	- Tipo de cambio - Tasa de interés - Reservas internacionales	- Tipo de cambio - Reservas internacionales

Fuente: BCRP.

Como se describe en el Capítulo 11 de este volumen, el esquema de control de agregados monetarios se utilizó durante el periodo de lucha contra la hiperinflación y la reducción de la inflación hasta niveles por debajo de un dígito por año; y se comenzaron a dar los pasos necesarios hacia la transición a un esquema de metas de inflación. Durante esta transición se estableció una serie de medidas para ir fortaleciendo los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera, a medida que el esquema de metas de inflación contribuía a mejorar el anclaje de las expectativas de los agentes económicos.

En paralelo, la elección de la meta operativa pasó por un proceso de evolución constante. Así, antes de la adopción del estema de metas de inflación, se inició con el uso de agregados monetarios como la emisión primaria y la cuenta corriente de los bancos en el BCRP. Luego, se transitó hacia el uso de un corredor de tasas de interés como guía para la fijación de tasas de interés en el mercado interbancario en soles, lo que culminó en el uso de una tasa de referencia puntual a partir de setiembre de 2003 a la fecha.

A continuación, se describe la estructura de este capítulo. En la segunda sección se presentan las principales características del esquema de metas de inflación a nivel mundial y en el Perú. En la tercera sección se discuten los pasos previos a la adopción del esquema de metas de inflación, dadas las características particulares de la economía peruana antes de su adopción. La cuarta sección señala la creación de nuevos instrumentos de regulación monetaria y cambiaria, así como los cambios en la meta operativa, desde el uso de agregados

monetarios a la tasa de referencia para el mercado interbancario. En la quinta sección se analiza los retos que afronta el Banco Central a la hora de comunicar sus decisiones de política monetaria. Se revisa también la evolución en la forma de comunicación de la política al pasar hacia formas más frecuentes y detalladas para fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Finalmente, la última sección comprende las conclusiones del capítulo.

2. Esquema de metas explícitas de inflación en el mundo y en el contexto peruano

El esquema de metas de inflación nació a inicios de los 90 en países avanzados y, posteriormente, fue adoptado con éxito por un gran número de países desarrollados y emergentes. El Cuadro 13-2 muestra las metas de inflación actualizadas de los países que han adoptado formalmente el esquema. A aquellos que ya habían alcanzado una inflación baja al momento de la adopción, el esquema les permite mantener las expectativas inflacionarias ancladas a la meta en el largo plazo. El cuadro también incluye algunos países que emplearon el esquema, en medio de un proceso desinflacionario, con un patrón de anuncios de metas numéricas, decrecientes para cada año, hasta alcanzar la meta de largo plazo (por ejemplo, Brasil pertenece a este grupo de países).

Cuadro 13-2

Países con esquemas de metas de inflación (adoptados entre 1990 y 2006)

País	Meta de inflación	Inicio del esquema
Nueva Zelanda	1-3%	1990
Canadá	2% ($\pm 1\%$)	1991
Inglaterra	2%	1992
Finlandia	< 2%	1993
Suecia	2%	1993
Israel	1-3%	1997
República Checa	2% ($\pm 1\%$)	1997
Corea	2%	1998
Polonia	2,5% ($\pm 1\%$)	1998
Chile	3% ($\pm 1\%$)	1999
Colombia	3% ($\pm 1\%$)	1999
Sudáfrica	3-6%	2000
Suiza	< 2%	2000
Tailandia	1-3%	2000
Hungría	3% ($\pm 1\%$)	2001
México	3% ($\pm 1\%$)	2001
Noruega	2%	2001
Filipinas	3% ($\pm 1\%$)	2002
Perú	2% ($\pm 1\%$)	2002
Guatemala	4% ($\pm 1\%$)	2005
Indonesia	3% ($\pm 1\%$)	2005
Rumania	2,5% ($\pm 1\%$)	2005
Turquía	5% ($\pm 1\%$)	2006

Fuente: Hammond (2012) y bancos centrales.

La adopción del esquema de metas inflación por parte de países avanzados, dio paso a que - en círculos académicos y de política económica - se configure una serie de prerequisites que debería tener un país al momento de la adopción del esquema de metas de inflación. Estos requisitos tenían que ver sobre la estructura macroeconómica y financiera de un país, para garantizar el buen funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, estudios sobre la implementación del esquema tales como Eichengreen (1999) y Stone (2000) mencionan algunos requerimientos básicos, los cuales no se cumplían en la mayoría de los países emergentes:

- Independencia institucional: un marco institucional que garantice la autonomía de las decisiones del Banco Central para que no respondan a presiones políticas.
- Infraestructura técnica: contar con estadísticas y modelos de proyección macroeconómica, que permitan analizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Asimismo, estos modelos deben considerar los mecanismos de formación de precios, y la exposición a choques de precios de materias primas o al tipo de cambio.
- Sistema financiero con mercados desarrollados y profundos: un sistema financiero con sólidos mecanismos de transmisión de la política monetaria, tanto a través de un sistema bancario solvente como de mercados de capitales.

Sin embargo, un estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI) (Batini & Laxton, 2005) documentó que la mayoría de los países, especialmente los emergentes, no cumplían con los requisitos arriba mencionados antes de que adopten el esquema. No obstante, la efectividad del esquema de metas de inflación en estos países se dio gracias a la rápida y significativa mejora posterior en los indicadores asociados a los prerequisites. En esencia, la propia adopción del esquema de metas explícitas de inflación contribuyó al logro de algunos de estos requisitos. En particular, los países alcanzaron un rápido desarrollo de su infraestructura técnica.

En el caso del Perú, la discusión sobre la posibilidad de adoptar el esquema de metas explícitas de inflación se dio con el estudio de las experiencias de adopción en países de altos ingresos como Nueva Zelanda, Reino Unido y Australia (ver Perea & Soto, 1997). En comparación a estos países, el punto inicial en el caso peruano estaba lejos de los prerrequisitos mencionados. Así, a finales de la década de los noventa, si bien se había conseguido reducir la inflación, la economía peruana tenía un alto grado de dolarización financiera, y un bajo desarrollo del sistema financiero.

Asimismo, era necesario cambiar la meta operativa en un entorno consistente con la meta de inflación. La fuerte asociación entre el crecimiento de los agregados monetarios y la inflación, en un entorno de tasas de inflación altas, permitió reducir la inflación a inicios de los noventa. Sin embargo, en un contexto de inflación baja, la inestabilidad de la demanda por dinero hizo que el esquema de control de los agregados monetarios sea menos efectivo, por lo que era necesario hacer una transición hacia un esquema de tasas de interés (Rossini, 2001; Armas & Grippa, 2006).

Por otro lado, la adopción del esquema de metas de inflación requería mejorar la comunicación de los mecanismos de transmisión de la política monetaria al público, especialmente en un entorno caracterizado por un cambio en la meta operativa, y mecanismos de transmisión diferentes (considerando además el alto grado de dolarización financiera). La divulgación al público - en las publicaciones usuales del BCRP - de los efectos de los instrumentos monetarios, la descripción de los mecanismos de transmisión, así como la publicación de nuevos formatos de comunicación, como la Nota de Prensa del Programa Monetario y el Reporte de Inflación contribuyeron a mejorar la comunicación al público (Rossini, 2001; Armas & Grippa 2006).

El elevado nivel de dolarización financiera al inicio del régimen de metas explícitas de inflación era un reto, puesto que los mecanismos de transmisión de la política monetaria solo afectaban directamente a la reducida proporción intermediada en moneda local. Así, ante un eventual choque externo negativo, se restringía la capacidad contra cíclica de la política monetaria por el riesgo de salida de capitales y de depreciación del tipo de cambio. Ante esto, el BCRP debía inyectar liquidez en moneda extranjera, y flexibilizar su posición de política monetaria (Ver el Capítulo 12 en este volumen). Esto, a su vez, estuvo limitado por la

carencia de un elevado nivel de reservas internacionales, previo a la adopción del régimen de metas de inflación.

Asimismo, se adopta el esquema de metas de inflación, luego de enfrentar tasas de inflación negativas en 2001, en un entorno de demanda interna débil, luego de las crisis financieras internacionales de finales de los 90 y la turbulencia política del 2000. La inflación nula de diciembre de 2001 estaba bastante lejos del rango de tolerancia de la meta de inflación (1,5 a 3,5 %). Consistente con el recientemente estrenado régimen de metas de inflación, se adoptó una posición monetaria expansiva, que se reflejó en una reducción de la tasa de interés del mercado interbancario en soles de 8,7 %, en promedio en el 2001, a 3,2 % en promedio en el 2002. En los dos años siguientes, la tasa de interés del mercado interbancario mantuvo niveles bajos (3,3 % en el 2003 y 2,6 % en el 2004) y una estabilidad no registrada antes. La tasa de inflación se ubicó en el rango de la meta inflacionaria, en los primeros años, y la tasa de interés del mercado interbancario en soles se situó como la más baja de la región, en el primer semestre del 2002, y el periodo 2005-2008.

Luego de adoptar el esquema de metas explícitas de inflación, los indicadores mejoraron significativamente, como se muestra en el Cuadro 13-3. Estos resultados son consistentes con la experiencia de otros países emergentes. Un sólido compromiso con el cumplimiento de la meta de inflación, la mayor credibilidad y el mejor anclaje de expectativas permitieron la reducción de la dolarización, el desarrollo del mercado de capitales, a través de la formación de una curva de rendimientos en moneda nacional, y la rápida implementación de infraestructura técnica para la proyección de inflación.

Cuadro 13-3

Indicadores macroeconómicos y financieros antes y después de la adopción de MEI en el Perú

	2001	2007
Sistema Financiero		
Liquidez total (% PBI)	23,0	26,2
Dolarización de la liquidez (%)	67,7	46,5
Capitalización bursátil (% PBI)	20,9	101,4
Emisión de bonos (% PBI)	2,0	3,7
Estructura macroeconómica		
Exportaciones mineras (% exportaciones)	45,7	62,0
RIN (% PBI)	16,9	27,0
Déficit fiscal (% PBI)	-3,0	2,9
Deuda pública (% PBI)	47,4	29,6

Fuente: BCRP.

3. Pasos previos al proceso de adopción del esquema de metas explícitas de inflación en el Perú

El proceso de adopción del esquema de metas explícitas de inflación es parte de la evolución continua de la política monetaria en el Perú. Por ello, algunas medidas previas a la adopción formal en 2002 sentaron las bases para incorporar algunos elementos, como parte del avance hacia el esquema formal de metas explícitas de inflación.

En la década de los 90, la reducción de la inflación en el Perú se realizó mediante el uso de metas basadas en agregados monetarios, con el anuncio de la tasa de crecimiento de la emisión primaria entre 1991 y 2000. En este modelo se incorporaron algunos elementos del esquema de metas de inflación, tales como anuncios anuales, por parte del BCRP desde 1994, de rangos de metas de inflación de corto plazo, y una mayor comunicación sobre la meta operativa que permitiría lograr este objetivo.

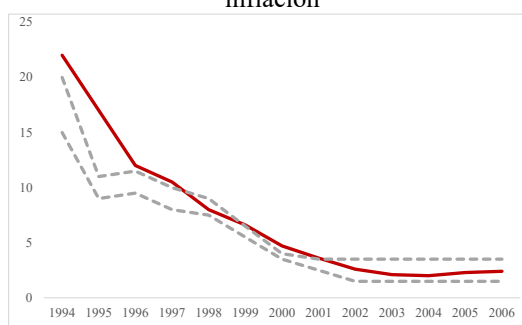
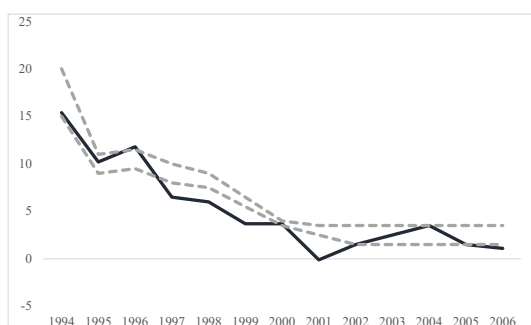
El anuncio de rangos de la meta de inflación decrecientes y una inflación, dentro o por debajo del rango meta, contribuyeron a converger al rango correspondiente al régimen de metas explícitas de inflación en 2002. Así, en 2001 el rango anunciado fue de 2,5 a 3,5 %. Asimismo, comunicar los rangos de la meta sirvió para mejorar el anclaje de expectativas de los agentes económicos, a modo de fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria, y preparar la transición hacia el esquema de metas explícitas de inflación.

Gráfico 13-1

Rangos de inflación meta anunciados, inflación y expectativas de inflación

A: Anuncio del rango meta e inflación observada

B: Anuncio del rango meta y expectativas de inflación



Nota: Eje vertical en porcentaje.

Fuente: BCRP.

Los mercados monetario y cambiario se fueron desarrollando mientras que el Banco Central fue incorporando el uso de nuevos instrumentos. Esto último fue clave para estabilizar la tasa de interés interbancaria, de tal forma que se pueda dar la transición desde el uso de agregados monetarios hacia el empleo de la tasa de interés de referencia, referente para el mercado interbancario que rige en la actualidad.

En cuanto a los estudios previos, el proceso de discusión de cómo adoptar el esquema de metas de inflación en Perú se inicia con la revisión de la experiencia internacional en países avanzados, elaborado en Perea y Soto (1997). Este incluye el análisis de las condiciones iniciales para la adopción del esquema, el marco institucional, los indicadores de inflación relevantes para establecer la meta, y los instrumentos operativos, entre otros.

Por otro lado, se realizaron estudios para profundizar el entendimiento de los mecanismos de transmisión de política monetaria, y su funcionamiento, a través del uso de distintos instrumentos de política monetaria. Ello contribuyó al tránsito desde el empleo de agregados monetarios, inicialmente como instrumentos, hacia el uso de la tasa de interés de corto plazo a partir de setiembre de 2003. Algunos estudios mostraron la relevancia de mantener inicialmente una mezcla entre el uso de una tasa de interés de corto plazo y el de algún agregado monetario líquido (Luque & Perea, 1995; Bringas & Tuesta, 1997; Grippa & Ferreyros, 2000), puesto que este último brindaba información complementaria sobre las condiciones monetarias. Por su parte Ishisaka y Quispe (1995) y Barrera (2000) recalcaron la importancia y ventajas del uso de una tasa de interés de corto plazo como instrumento de política monetaria.

El BCRP contó con apoyo técnico internacional de especialistas de bancos centrales de países de altos ingresos, con amplia experiencia en el diseño e implementación del esquema de metas explícitas de inflación. En 1998, se recibió asesoría de Kevin Clinton, del Banco de Canadá, y de Lavan Mahadeva, del Banco de Inglaterra. Así, se desarrollaron indicadores para analizar la evolución de las condiciones monetarias que incorporen los comportamientos tanto del mercado monetario como del cambiario, ante el alto grado de dolarización financiera; y se incorporó el rol de la incertidumbre en los mecanismos de transmisión de política monetaria.

Una vez que se redujo la tasa de inflación y las expectativas fueron anclándose para que la inflación proyectada sirva como meta intermedia, se hizo necesario contar con modelos macroeconómicos adecuados para proyectar la evolución de la inflación futura. El primer modelo de proyección tenía como objetivo predecir la inflación a 12 meses, en función de la política monetaria, y sus mecanismos de transmisión. Sin embargo, contaba con varias limitaciones. Una de ellas era la falta de series estadísticas históricas para periodos de baja inflación, por lo que inicialmente se trabajó con un modelo con frecuencia mensual, lo que generaba cierto ruido en las series proyectadas. Asimismo, era un gran desafío incorporar tanto el impacto del alto grado de dolarización financiera como el efecto del cambio de régimen de política monetaria. A pesar de ello, los intervalos de confianza de las primeras proyecciones de inflación estuvieron cerca de la inflación observada posteriormente.

Por otro lado, el BCRP recibió asistencia de David Vavra, del Banco Central de la República Checa, que contribuyó al desarrollo del primer modelo econométrico de proyección con frecuencia trimestral. Esta fue la base para el modelo de proyección trimestral (MPT)², que ha ido evolucionando e incorporando nuevas características de la economía peruana para mejorar su proceso de proyecciones.

En marzo de 2001 se realizó una Conferencia de Metas de inflación en el Perú, organizada de manera conjunta entre el BCRP y el FMI. Esto permitió presentar las experiencias de distintos países, que adoptaron el esquema de metas explícitas de inflación, y se creó un foro de discusión para analizar el caso peruano. En esta conferencia, en la que el entonces gerente general del BCRP, Renzo Rossini, presentó un análisis del caso peruano, se dieron, además, los primeros pasos para anunciar el esquema de metas explícitas de inflación, que se adoptaría a partir del año siguiente.

² Ver Departamento de Modelos Macroeconómicos (2009) y Winkelried (2013) para mayor detalle sobre las características del modelo de proyección trimestral.

4. Desarrollo de instrumentos de regulación monetaria y evolución de la meta operativa

El manejo de la política monetaria en el Perú, en la década de los noventa, muestra una evolución y un proceso de mejora incesante para acomodar la adopción del esquema de metas explícitas de inflación, tanto en términos de transparencia, de metas operativas como por la creación de nuevos instrumentos monetarios.

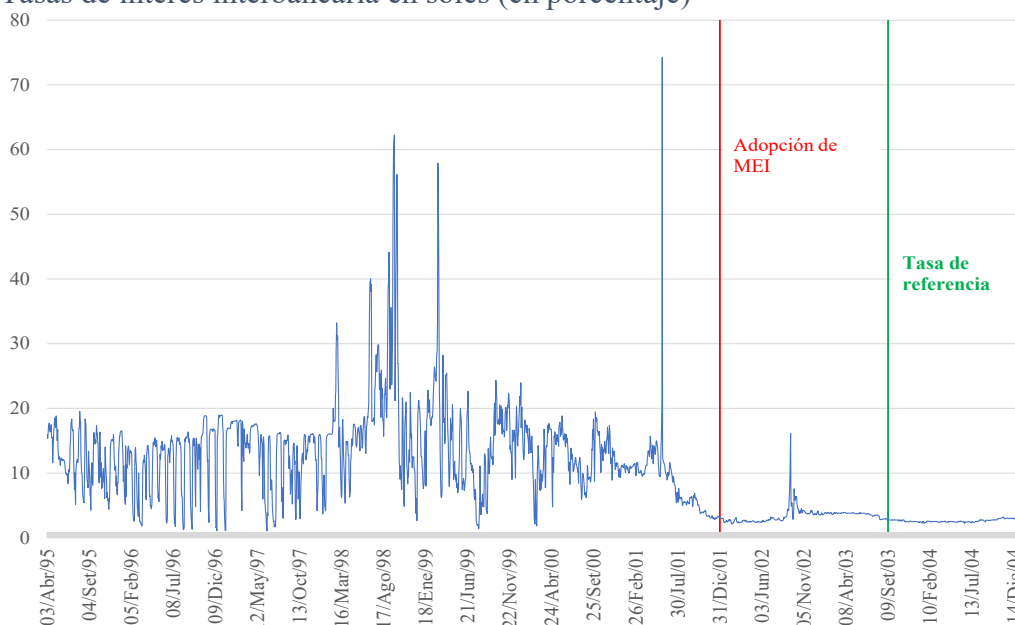
En este periodo, se utilizaron inicialmente agregados monetarios como meta operativa, que se define como una meta intermedia, que permite alcanzar las metas finales, tales como la tasa de inflación. Para elegir la meta operativa, se debe buscar una variable sobre la cual (i) el Banco Central pueda ejercer cierto grado de control y (ii) exista un alto grado de relación estable con la meta final. Así, entre las metas operativas se encuentran las tasas de interés de muy corto plazo, agregados monetarios como el nivel de encaje o de cuenta corriente, y el tipo de cambio.

Inicialmente, se utilizó la tasa de crecimiento de la emisión primaria como meta operativa debido a su alto grado de correlación con la tasa de inflación. Sin embargo, la mejor credibilidad del sol, y la mayor demanda de dinero, en moneda local, generaron una ruptura en el vínculo entre el crecimiento de la emisión primaria (aumento de la oferta monetaria) y la tasa de inflación. Por ello, a inicios de 1999, se migró al uso de agregados monetarios más específicos, tales como la cuenta corriente de los bancos en el BCRP como meta operativa, lo cual fue clave para mejorar el funcionamiento del mercado interbancario y la transición final a la tasa de interés interbancaria.

La mayoría de los bancos centrales, que adoptaron el esquema de metas de inflación, emplea la tasa de interés de corto plazo como meta operativa. Esto se debe a que una tasa de interés de corto plazo estable es fácil de interpretar, y proporciona una señal clara sobre la posición de política monetaria. Sin embargo, en el periodo previo a la adopción de régimen de metas de inflación, el mercado interbancario peruano tenía tasa de interés altamente volátiles.

Gráfico 13-2

Tasas de interés interbancaria en soles (en porcentaje)



Nota: Eje vertical se mide en porcentaje.

Fuente: BCRP.

Cuadro 13-4

Tasa interbancaria (en porcentajes)

	Promedio*	Coefficiente de variabilidad**
1996	13,1	35,2
1997	12,8	29,3
1998	19,0	34,7
1999	15,1	31,7
2000	12,7	20,4
2001	8,7	22,9
2002	3,2	15,8
2003	3,3	2,8
2004	2,6	2,6
2005	3,0	2,0

Notas: */ Promedio de datos mensuales.

**/ Promedio del coeficiente de variabilidad mensual.

Fuente: BCRP

Para realizar la transición hacia una tasa de interés de corto plazo, primero era necesario reducir la volatilidad del mercado interbancario. Por ello, en 1999 se adoptó el saldo agregado de la cuenta corriente de las empresas bancarias en el BCRP como meta

operativa³. La mayor estabilidad y predictibilidad de la cuenta corriente permitía reducir la volatilidad del mercado interbancario, y la formación de las tasas de interés, en distintos puntos de la curva de rendimientos, en tiempos de calma. A su vez, posibilita reaccionar en episodios de turbulencia en el mercado cambiario, pues admite incrementos en la tasa de interés en soles, de modo que se evita una depreciación brusca del tipo de cambio. Esto era sumamente importante debido al alto grado de dolarización financiera.

Para ello, el BCRP anunciaba, a inicios de cada mes, un rango para el saldo promedio de la cuenta corriente de los bancos, y empleaba las operaciones de mercado abierto para conseguir dicho objetivo. Asimismo, para mejorar la comunicación con los participantes del mercado, desde 1998, se publica —a inicios de cada día—, el saldo estimado de la cuenta corriente de los bancos en el BCRP, así como las subastas a realizarse durante la jornada diaria.

Con la adopción formal del esquema de metas explícitas de inflación, en 2002, se continuó con una meta operativa de cuenta corriente, que se divulgaba a inicios de cada mes, con la decisión de política monetaria. Asimismo, entre 2002 y 2003, se inició la transición a la tasa de referencia con el anuncio de unas bandas referenciales para la tasa de interés, que contribuía, a su vez, a estabilizar la tasa de interés interbancaria en soles en épocas tranquilas. El límite superior estaba definido por la tasa de interés de la ventanilla de inyección de liquidez (créditos de regulación monetaria), mientras que el límite inferior estaba determinado por la tasa de interés de los depósitos *overnight*.

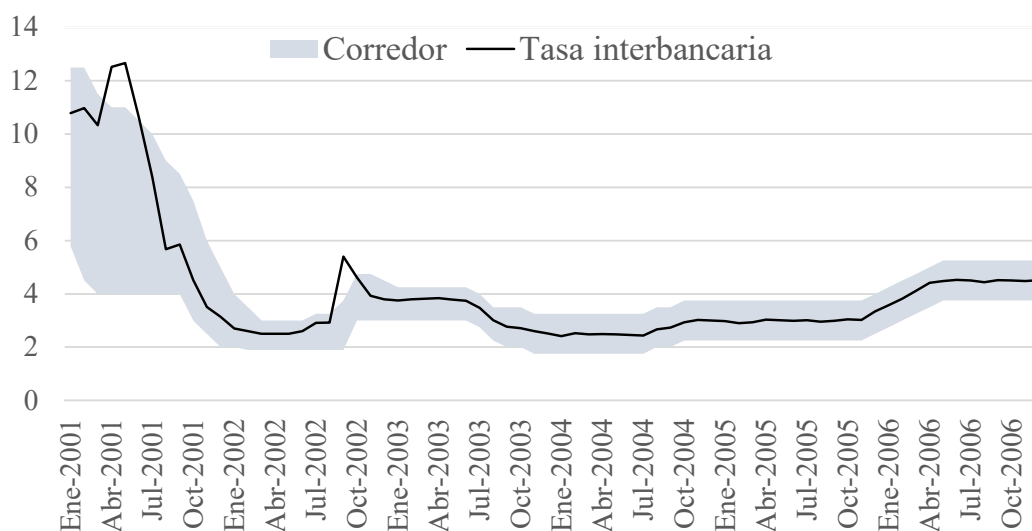
Durante periodos de turbulencia cambiaria, el corredor de tasas de interés permitía desvíos transitorios que ayudaban a sortear depreciaciones bruscas del sol que pudieran afectar la actividad económica. Así, durante el periodo de la crisis por la incertidumbre electoral en Brasil, en setiembre de 2002, se registró una tasa de interés interbancaria por encima del corredor, aunque con menor incremento que en el episodio anterior de turbulencia cambiaria de setiembre de 1998. En el tercer trimestre de 2002, la tasa de interés interbancaria se elevó de 2,6 a 5,4 % con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, una vez normalizadas

³ Ver Rossini (2001) y Armas et al. (2001) para mayor detalle y discusión de la adopción de la cuenta corriente como meta operativa.

las condiciones de los mercados financieros, la tasa interbancaria regresó a 3,8 % en diciembre, dentro del corredor de tasas de interés de referencia.

Esta “cláusula de escape” fue establecida mediante un condicional, de forma que la tasa de interés era la máxima entre la del anuncio de la decisión de política monetaria y la tasa del mercado interbancario: permitió reaccionar durante episodios de volatilidad cambiaria. La única vez que se aplicó dicha cláusula fue en el episodio de setiembre de 2002 mencionado, y se la dejó de indicar en los comunicados de política monetaria en 2006. Para dicha fecha, la economía peruana había logrado reducir su vulnerabilidad a depreciaciones bruscas del sol, tanto por un menor grado de dolarización financiera (de 68 a 51% entre 2001 y 2006) como por una mayor acumulación de reservas internacionales (de 16 a 19% del PBI entre 2001 y 2006); de manera que podía inyectar liquidez en periodos de turbulencia. El esquema de metas de inflación ayudó a incentivar la desdolarización financiera, así como aumentó la credibilidad de la política monetaria, al anclar las expectativas de inflación. Así, el Banco Central tenía mayor espacio para implementar política monetaria contra cíclica.

Gráfico 13-3
Tasa de interés interbancaria 2001-2006



Fuente: BCRP.

El BCRP, en setiembre de 2003, comenzó a utilizar efectivamente la tasa de referencia del mercado interbancario como su meta operativa. Así, las operaciones monetarias estaban orientadas a lograr que la tasa de interés del mercado interbancario se ubique, lo más cerca posible, a la tasa de referencia de política monetaria.

La transición del uso de un corredor de tasas de interés hacia una tasa de referencia puntual fue bastante gradual. Esto se puede apreciar al comparar los Comunicados de Prensa del Programa Monetario de agosto y setiembre de 2003:

Agosto de 2003:

El Directorio del BCRP aprobó reducir las tasas de interés de referencia de las operaciones monetarias fuera de subasta del instituto emisor con la banca en 50 puntos básicos. De esta manera, las tasas de interés de referencia son las siguientes:

- a. 3,50 %: para operaciones de compra directa temporal de títulos valores y para créditos de regulación monetaria
- b. 2,25 %: para depósitos overnight

Setiembre de 2003:

El Directorio del BCRP aprobó reducir las tasas de interés de los depósitos overnight de la banca en el BCRP en 25 puntos básicos. De esta manera, las tasas de interés de referencia de las operaciones monetarias fuera de subasta serán las siguientes:

- a. 3,50 %: para operaciones de compra directa temporal de títulos valores y para créditos de regulación monetaria
- b. 2,00 %: para depósitos overnight

Las operaciones monetarias de inyección y retiro de liquidez mediante subastas se orientarán a lograr que la tasa de interés interbancaria se ubique alrededor del centro de este corredor de tasas de interés de referencia (2,75 %)

El desarrollo de nuevos instrumentos monetarios también contribuyó al desarrollo del mercado interbancario. A inicios de los noventa, la liquidez bancaria en soles se regulaba solo mediante el uso de las operaciones cambiarias y los requerimientos de encaje en soles. Estos últimos fueron reduciéndose desde 40 % a tasas de un dígito, reflejo de la mayor demanda de liquidez en soles por la reducción de la inflación. Las primeras operaciones de mercado abierto se iniciaron en agosto de 1991, con la emisión de pagarés BCRP, con operaciones esporádicas y un saldo menor a 3 millones de soles en 1991. En junio de 1992 se reemplazaron estos instrumentos por colocaciones de Certificados de Depósitos del BCRP (CDBCRP, Circular 019-92-EF190). Sin embargo, recién desde 1994 se introdujeron de manera continua los CDBCRP, como instrumento para esterilizar las intervenciones cambiarias. Ishisaka (1997) documenta el uso de los CDBCRP en las operaciones de mercado abierto, así como su aporte al desarrollo de los mercados primario y secundario de CDBCRP, y del mercado interbancario.

En abril de 1997 el BCRP redujo la tasa de encaje de 9 a 7%, en un contexto de mayor demanda de liquidez en soles, de parte de los bancos, para poder absorber el drenaje de fondos hacia las cuentas del tesoro público por la regularización del pago de impuesto a la renta. Por las condiciones del mercado cambiario, el BCRP no realizó compras en la Mesa de Negociación. El BCRP se vio en la necesidad de contar con instrumentos monetarios adicionales de inyección de liquidez.

Por ello, en junio de 1997, el BCRP crea un nuevo instrumento de inyección de liquidez de corto plazo, a través de la compra temporal de moneda extranjera. Esta operación se realizaba a través de una ventanilla de última instancia, a una tasa de interés flotante, en función de la fluctuación del tipo de cambio.

Así, el BCRP, en setiembre de 1997, estableció un nuevo instrumento de inyección de liquidez a través operaciones repo, que utilizaban los CDBCRP como colateral para proveer temporalmente de liquidez al sistema financiero, a un plazo de un día.

En diciembre de 1998 se instituye un nuevo instrumento de inyección de liquidez a través de las subastas de depósitos del Banco de la Nación. Este recurso permitió obtener liquidez a aquellos bancos que no podían acceder a las operaciones repo, debido al bajo saldo de CDBCRP.

Posteriormente, con el desarrollo del mercado de deuda de Gobierno en soles, desde 2002 se amplió a incluir bonos del tesoro peruano, como colateral de dicha operación. Estas operaciones ayudaron a mejorar el control de la liquidez de corto plazo y, por ende, a reducir la volatilidad de la tasa de interés interbancaria. La adjudicación se realizaba mediante subastas, con el abono realizado el mismo día, y con un costo menor al de las operaciones de ventanilla.

Por otro lado, el desarrollo de las operaciones repo también favoreció el aumento de la demanda por CDBCRP, debido a su mayor valor como colateral de dichas operaciones. Así, permitió ampliar tanto el monto transado como el plazo promedio de las colocaciones de CDBCRP, al darles una mayor liquidez.

Con respecto a la estrategia de las operaciones de mercado abierto, la elección de los plazos de los CDBCRP estuvo orientada a diversificar los plazos, considerando la estacionalidad de los agregados monetarios y los requerimientos de liquidez del sector público. Así, se buscó que los vencimientos de CDBCRP coincidan con el periodo de pago de impuestos, de modo que se provea de liquidez al mercado ante la mayor demanda estacional.

Adicionalmente, se tomaron algunas medidas complementarias para estabilizar los saldos de la cuenta corriente. A partir de setiembre de 2000, dentro del requerimiento mínimo de encaje en moneda nacional, el 1% de los depósitos en dicha moneda se debía realizar a través de la cuenta corriente de las empresas bancarias en el BCRP. Esta medida apoyó a reducir la sustitución entre la caja de los bancos y los depósitos en cuenta corriente.

Debido al alto grado de dolarización financiera en el Perú, al momento de la adopción del esquema de metas de inflación, su efectividad requería de una estrategia prudencial para enfrentar los riesgos del sistema financiero. El uso de la intervención cambiaria, como herramienta dentro de este esquema, permitía — y lo sigue haciendo— reducir la volatilidad del mercado cambiario, y evitar episodios de inestabilidad financiera (en un entorno con alto grado de dolarización), así como mantener el fin del Banco Central que consiste en preservar la estabilidad de precios, como objetivo principal (Mishkin, 2007).

Por ello, durante el periodo de turbulencia en el mercado cambiario de 2002, en el mes de julio, se crea el Certificado de Depósitos Reajutable CDRBCRP, como un nuevo instrumento cambiario para enfrentar episodios transitorios de volatilidad, en el mercado *forward*. Esto contrasta con la herramienta, anteriormente utilizada, de venta directa de dólares en mesa de negociación, ya que dicho certificado está diseñado para enfrentar choques transitorios, y su liquidación se realiza en moneda local.

En setiembre de 2002 se adopta el saldo en bóveda, del mes anterior, para el cálculo del encaje, como medida para aumentar la predictibilidad de la demanda por fondos de encaje y estabilizar el mercado interbancario. Asimismo, en ese año se complementa el conjunto de instrumentos monetarios con la creación de instrumentos de inyección de liquidez a mayor plazo: con los repos a plazo de una semana, desde setiembre de 2002, y el uso de una segunda subasta de repos, desde octubre, en caso de que existan presiones alcistas sobre la tasa de

interés interbancaria. En el mismo mes, se establecen límites operativos a las facilidades crediticias del BCRP a empresas bancarias, según sus depósitos, para incentivar a que participen primero en el mercado interbancario.

La proyección de la cuenta corriente de los bancos y el cumplimiento de la meta diaria requirieron de una coordinación entre las operaciones del Banco de la Nación y del BCRP. En la Memoria 1998 se menciona cómo “las transferencias netas de la banca al Banco de la Nación reflejan en su mayor parte operaciones fiscales como recaudación de impuestos y pagos del sector público”. Esta información era incorporada en la proyección de la cuenta corriente, consistente con el anuncio de la meta operativa. Asimismo, la remuneración de los depósitos del Banco de la Nación dependía del anuncio y no de la ejecución, lo cual generaba incentivos para el envío oportuno de la proyección de las operaciones.

La transición hacia el corredor de tasas de interés, como referencia para las operaciones del mercado interbancario, se inició con la fijación de una tasa de remuneración a los depósitos *overnight* en soles en el año 2000 para establecer el rango inferior del corredor.

5. Comunicación de las acciones de política monetaria

Para facilitar la transición a un nuevo esquema de política monetaria, el BCRP, a través de sus publicaciones, explicó al público las distintas etapas de manejo monetario, así como los mecanismos detrás del vínculo entre el objetivo de inflación y las metas operativas. Así, por ejemplo, en la Memoria de 1998 se detalla el nexo entre los distintos agregados monetarios, tales como la emisión primaria (utilizada en los 90 como meta operativa) con la cuenta corriente de los bancos en el BCRP. Se describe también cómo las operaciones monetarias diarias sirven como mecanismo de inyección y retiro de liquidez, a través de mecanismos de mercado, y enumera los instrumentos vigentes para la inyección de liquidez (compras de dólares en Mesa, repos, subastas de depósitos de Banco de la Nación, compras temporales de dólares y créditos de liquidez); y retiro de liquidez (CDBCRP, ventas de dólares).

En enero del año 2000 se inició la difusión del Programa Monetario Anual, que como se detalla en la Memoria de 2000, “dicho programa contiene el objetivo, metas y proyecciones que guiarían la política monetaria. En particular, se planteó un objetivo inflacionario en el rango de 3,5 a 4,0%, habiendo resultado una tasa de 3,7%.”

Desde febrero de 2001 se anuncia la fecha de las reuniones del Directorio, donde se toma la decisión de política monetaria, que se divulga en un comunicado. Este Comunicado del Programa Monetario mensual define la meta operativa mensual, y se publica, según un calendario anunciado a finales del año anterior. Esto permitió dar mayor predictibilidad al público para esperar cambios en las decisiones de política monetaria en dichas fechas, así como recibir un comunicado de prensa, que explique la racionalidad de estas decisiones. Tal como se menciona en la Memoria de 2001, “la difusión de los elementos centrales del diseño y ejecución de la política monetaria ha coadyuvado al entendimiento de esta y al alineamiento de las expectativas inflacionarias”.

Uno de los principales cambios en la comunicación es el anuncio explícito de la meta operativa de la cuenta corriente, y de las tasas del corredor, así como la importancia del corredor como herramienta para estabilizar la tasa interbancaria y mejorar el mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria a otras tasas de interés de mercado. Sin embargo, previo a la adopción explícita del esquema de metas de inflación, si bien se le da mayor peso a la cuenta corriente y a la tasa interbancaria, se mantiene la mención a la expansión de la emisión primaria, como parte de este proceso de transición.

A partir de 2002, con la adopción del esquema de metas explícitas de inflación, la meta final es la tasa de inflación, mientras que la meta intermedia es la proyección de inflación del Banco Central, lo cual no es observable por el público. Bajo este esquema, se refuerza la importancia del canal de expectativas, por lo que el cumplimiento de la meta de inflación se basa en el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes al rango de la meta. Por ello, se requiere una continua y clara comunicación del Banco Central, con respecto a sus decisiones de política monetaria, al igual que la explicación de cómo contribuyen a lograr la meta de inflación anunciada.

El esquema de metas explícitas de inflación requiere de una comunicación, comprensible y transparente, para informar a los agentes económicos y mantener sus expectativas de inflación ancladas con el rango meta. Para ello, en junio de 2002 se inició la publicación del Reporte de Inflación, que comunica las proyecciones macroeconómicas y la racionalidad de las medidas de política monetaria, así como representa una guía para las acciones futuras del BCRP. Hasta el año 2008, se publicó este documento en enero, mayo y

setiembre; posteriormente pasó a ser una publicación trimestral, igual que la frecuencia de publicación de otros Bancos Centrales, con similar esquema de política monetaria.

Los comunicados de prensa de los Programas Monetarios mensuales son de suma importancia para explicar los determinantes de la inflación, así como para explicar la decisión de política monetaria. Para ello, se hace énfasis no solo en el comportamiento observado de la inflación, sino también en los determinantes de la inflación futura, tales como las expectativas de inflación y la brecha producto. Asimismo, tal documento debe detallar claramente —en casos de que la economía sea sacudida por choques de oferta adversos—, que se podrían generar desvíos temporales de la inflación con respecto al rango de la meta. Esto es especialmente clave en países como el Perú, donde existe un alto componente de alimentos en la canasta de consumo, y una incidencia frecuente de choques de oferta.

6. Conclusiones

Este capítulo presenta un análisis del proceso de adopción del esquema de metas de inflación en el Perú. Como se mencionó líneas arriba, este régimen requiere de un mercado monetario desarrollado para que la tasa de interés sea efectivamente una meta operativa, asimismo, se precisa que las expectativas de inflación estén ancladas para que funcionen como meta intermedia. Por ello, era necesario fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera, así como desarrollar modelos de proyección adecuados, a medida que el esquema de metas de inflación contribuía a mejorar el anclaje de las expectativas.

Por su parte, la elección de la meta operativa pasó por un proceso de evolución, partiendo del uso de agregados monetarios como la emisión primaria y la cuenta corriente de los bancos, en el periodo anterior a la adopción del esquema de metas de inflación; la transición hacia el uso de un corredor de tasas de interés como guía para el mercado interbancario en soles; y finalmente de una tasa de referencia puntual, a partir de setiembre de 2003. Ello implicó el desarrollo de nuevos instrumentos, que ayudaron a reducir la volatilidad del mercado interbancario, así como a la formación de la curva de rendimientos en moneda nacional.

El esquema de metas explícitas de inflación requiere de una comunicación clara y transparente para mantener las expectativas de inflación ancladas con el rango meta. Así, se introdujeron nuevas publicaciones tales como el comunicado de prensa del Programa Monetario, para explicar la racionalidad de las decisiones de política monetaria y su consistencia con el objetivo de inflación, así como el Reporte de Inflación para comunicar las proyecciones macroeconómicas, y la racionalidad de las medidas de política monetaria consistentes con dicha proyección.

La adopción del régimen de metas de inflación en 2002 fue un reto importante debido al alto grado de dolarización financiera, así como por el bajo nivel de reservas internacionales que se tenía en ese entonces para enfrentar choques externos negativos. Por ello, fue sumamente clave que las expectativas de inflación estén ancladas, y que el esquema de política monetaria contara, además, con herramientas de manejo de riesgos, asociados a la dolarización financiera. Así, durante la década de 2000, el entorno externo favorable con un auge de los precios de materias primas y apreciación del sol favorecieron la desdolarización y la acumulación de reservas internacionales. Esto permitió contar con mayor espacio de política para enfrentar la llamada Crisis Financiera Internacional de 2008.

REFERENCIAS

- Armas, A., Grippa, F., Quispe, Z., & Valdivia, L. (2001). De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: El caso peruano, *Estudios Económicos*, 7, 7-23.
- Armas, A., & Grippa, F. (2006). Inflation Targeting in a Dollarized Economy: The Peruvian Experience. En A. Armas, A. Ize & Eduardo Levy Yeyati (Eds), *Financial Dollarization* (pp. 115-144). Palgrave Macmillan, London.
- Banco Central de Reserva del Perú. (1999). *Memoria 1998*.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2001). *Memoria 2000*.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2002). *Memoria 2001*.
- Barrera, C. (2000). Mecanismos de transmisión y reglas de política monetaria: la posición de la política monetaria como variable de Estado. *Estudios Económicos*, 6.
- Batini, N. & Laxton, D. (2007). Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets. En F. Mishkin & K. Schmidt-Hebbel (Eds.). *Monetary Policy under Inflation Targeting* (pp. 467-506), Central Bank of Chile.
- Bernanke, B. S., Laubach, T, Mishkin, F. S. & Posen, A. S. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press.
- Bringas, A. P. & Tuesta, V. (1997). El Superávit de Encaje y los Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria: Una Aproximación. *Estudios Económicos*, 1, 33 - 50.
- Departamento de Modelos Macroeconómicos (2009). Modelo de Proyección Trimestral del BCRP. Documento de Trabajo 2009-06. BCRP.
- Eichengreen, B. (1999). Kicking the Habit: Moving from Pegged Rates to Greater Exchange Rate Flexibility. *Economic Journal*, 109(454), C1-14.
- Freedman, C. & Laxton, D. (2009). Why Inflation Targeting? International Monetary Fund Working Paper 09(86).
- Grippa, F. & Ferreyros, G. (2000). Una medida de inflación subyacente para propuestas de política monetaria en Perú. *Estudios Económicos*, 6.

- Hammond, G. (2012). State of the art of inflation targeting. *Centre for Central Banking Studies, Bank of England*, 4 (29).
- Ishisaka, S. (1997). Política monetaria y desarrollo del mercado secundario de certificados de depósitos del BCRP: 1995-1996. *Estudios Económicos*, 1(3), 51-72.
- Ishisaka, S. & Quispe, Z. (1995). Impacto de los shocks de oferta y demanda sobre la inflación y el crecimiento del producto y mecanismos de transmisión de la política monetaria en el Perú 1991-1995. Manuscrito BCRP.
- Luque, J. & Perea, H. (1995). La emisión primaria y los mecanismos de transmisión de la política monetaria en el Perú: 1991-1995. Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, Manuscrito.
- Mishkin, F. S. & Posen, A. S. (1997). Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. *Economic Policy Review*, 3(3), 9-110.
- Perea, H. & Soto, C. (1997). Consideraciones sobre el esquema de objetivo inflación explícito (inflation targeting). *Estudios Económicos*, 1, 9-31.
- Rossini, R. (2001). Aspectos de la adopción de un régimen de metas de inflación en el Perú. *Estudios Económicos*, 7.
- Schaechter, A., Stone, M. R. & Zelmer, M. (2000). Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries. Occasional Paper 202, International Monetary Fund.
- Winkelried, D. (2013). Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y novedades. *Estudios Económicos*, 26, 9-60.

Página en blanco

CAPÍTULO 14

EL ESQUEMA DE METAS DE INFLACIÓN CON CONTROL DE RIESGOS

David Florián

Carlos Montoro

Fernando Pérez Forero

1. Introducción

A inicios del año 2002, luego de la reducción de la inflación a niveles internacionales¹, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) adoptó el esquema de Metas Explícitas de Inflación, mediante el cual el banco ejecuta la política monetaria a través de diferentes instrumentos con el objetivo de i) mantener ancladas las expectativas de inflación al rango meta, ii) reforzar la transmisión de la tasa de interés de referencia al resto de tasas de interés del sistema financiero y iii) controlar los riesgos asociados a la dolarización financiera parcial. Este esquema se mantiene vigente a la fecha, y las modificaciones que se han realizado a lo largo de las últimas dos décadas están relacionadas con la creación de nuevos instrumentos y facilidades, junto con la mejora en la comunicación al público de las decisiones de política monetaria.²

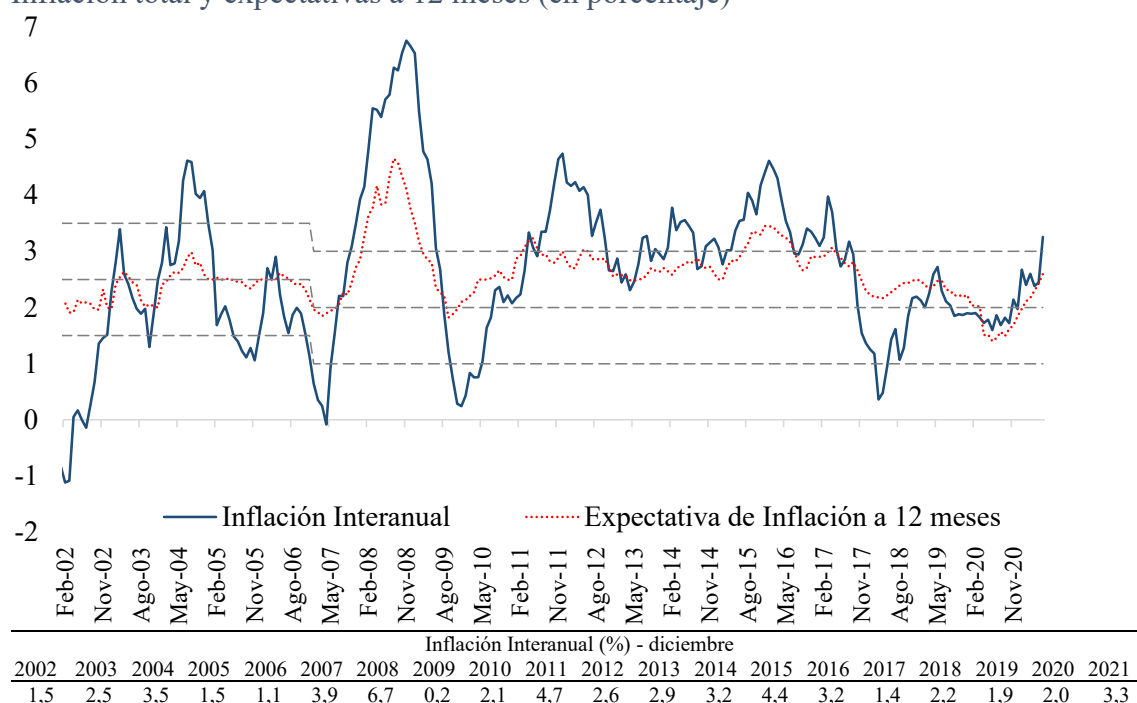
En una economía con dolarización financiera parcial, en donde el Banco Central no es prestamista de última instancia en moneda extranjera, la materialización de los riesgos inherentes a la dolarización; como las fluctuaciones abruptas en el tipo de cambio

¹ En Armas et al. (2001) hay un análisis detallado del esquema de Metas Explícitas de Inflación adoptado en 2002.

² El esquema actual se puede también enlazar con el último paradigma del FMI denominado “El Marco Integrado de Política aplicado al BCRP” (ver el Apéndice 1 del presente capítulo).

y los movimientos volátiles de capitales en moneda extranjera, puede comprometer la estabilidad del sistema financiero y debilitar la confianza en la moneda local. Por ello, el control y la prevención de estos riesgos es compatible con el mandato del BCRP desde su creación, que es el de preservar la estabilidad monetaria³. Efectivamente, la estabilidad monetaria es un pilar fundamental para lograr el crecimiento económico de largo plazo, en la medida en que genera un entorno favorable para la actividad económica, principalmente en lo que se refiere al consumo y la inversión privada. En este contexto, durante estos años ha sido crucial que el Banco Central cuente con autonomía y credibilidad, de tal manera que la inflación y sus expectativas se hayan mantenido ancladas al rango meta (1 a 3%), y ello haya contribuido a la mayor confianza de los consumidores e inversionistas⁴.

Gráfico 14-1
Inflación total y expectativas a 12 meses (en porcentaje)



Nota: Los datos para el año 2021 están al mes de junio.

Fuente: BCRP.

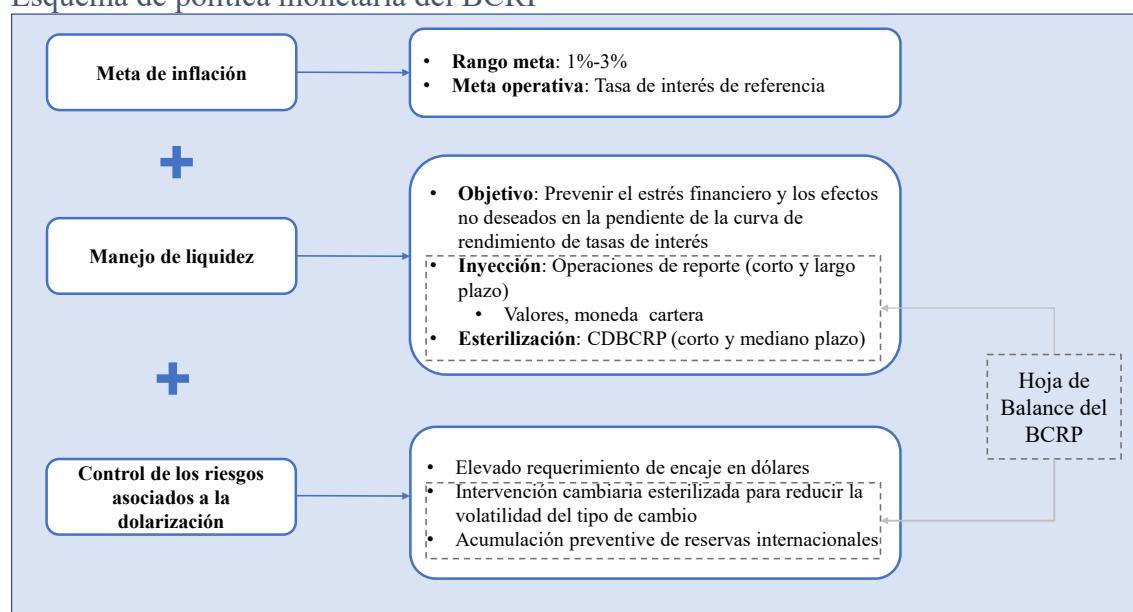
Inicialmente la meta adoptada fue de 2,5%, con un margen de tolerancia de $\pm 1\%$. Asimismo, se hizo énfasis en su cumplimiento al cierre de cada año calendario.

³ La Constitución Política del Perú, en su artículo 84, señala que “La finalidad del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria. Sus funciones son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, y las demás funciones que señala su Ley Orgánica.”

⁴ Ver también Pérez Forero et al. (2016).

Posteriormente, a partir de enero de 2006 la evaluación de la meta se volvió continua, es decir, procurando que en cada mes del año la inflación interanual se ubique dentro del rango meta. En febrero de 2007 se redujo la meta de inflación a 2% con un margen de tolerancia de $\pm 1\%$ (ver Gráfico 14-1). Posteriormente, en marzo de 2014 se pasó de una meta de inflación con un rango de tolerancia a un rango meta⁵ de inflación de 1 a 3%, el cual se mantiene vigente hasta el día de hoy. La reducción de la meta tuvo el objetivo de fortalecer la confianza en el sol, para que así cumpla mejor con sus funciones de dinero, es decir, de medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor. De esta manera, fue posible reducir la vulnerabilidad de la economía peruana ante los riesgos asociados a la dolarización financiera⁶. Asimismo, Ehrmann (2021) encuentra evidencia a favor del uso de rango meta en relación con un mejor anclaje de expectativas respecto a metas puntuales de inflación, lo cual estaría asociado a la mayor credibilidad que brinda dicho esquema.

Gráfico 14-2
Esquema de política monetaria del BCRP



Dado lo anterior, las acciones del BCRP se encuentran orientadas a lograr que la tasa de inflación interanual se ubique continuamente dentro del rango meta, para lo cual utiliza la tasa de interés de referencia como meta operativa. Asimismo, el banco realiza acciones complementarias para reforzar la transmisión monetaria, tales como un adecuado manejo de liquidez, y para controlar los riesgos inherentes a la dolarización financiera parcial (una característica persistente de la economía peruana) mediante el uso

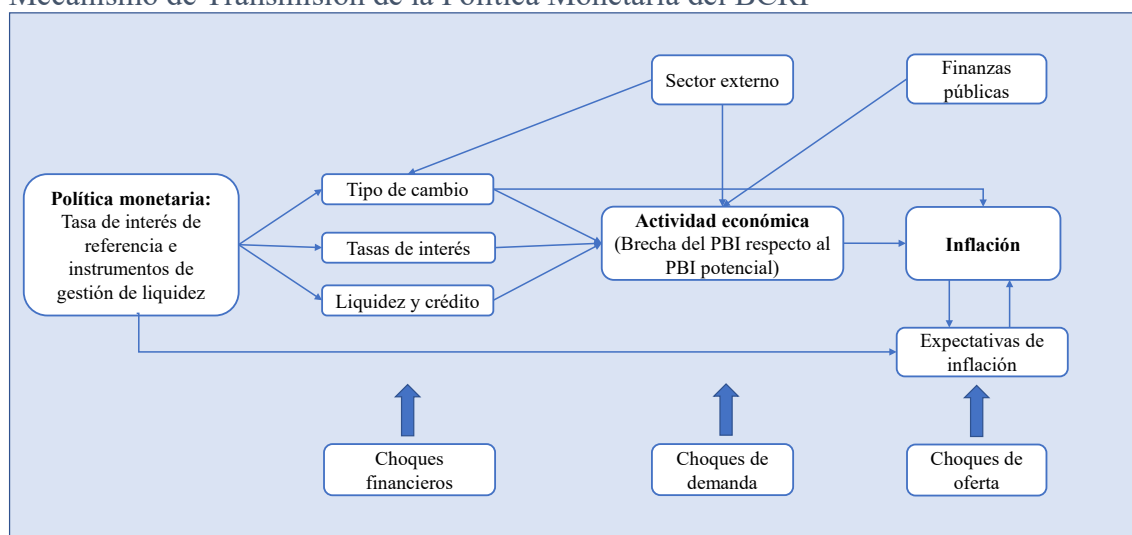
⁵ Ver Banco Central de Reserva del Perú (2014a).

⁶ Ver Salas y Vega (2007) y Banco Central de Reserva del Perú (2007).

de encajes⁷, y la intervención cambiaria para minimizar la volatilidad de las fluctuaciones del tipo de cambio. Así, se desprende de lo anterior que un objetivo implícito de este esquema es el de la estabilidad financiera. En el Gráfico 14-2 se detallan los pilares del esquema de política monetaria del BCRP, el cual considera el uso tanto la tasa de interés de referencia como de otros componentes que afectan su hoja de balance.

La posición de política monetaria se refleja en la trayectoria de la tasa de interés de referencia, tanto nominal como real. La evolución de estas variables desde el año 2003 es consistente con la proyección de inflación de mediano plazo, dado que responde a presiones inflacionarias principalmente de demanda, y ello tiene como objetivo prevenir desvíos permanentes de la inflación y sus expectativas respecto al rango meta. Cabe señalar que el Banco Central no ha reaccionado a presiones inflacionarias transitorias de oferta, las que ocasionaron que la inflación se desvíe temporalmente de su objetivo, y sólo lo ha hecho en el caso en el que se haya observado una contaminación sistemática de las expectativas de inflación.

Gráfico 14-3
Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria del BCRP



Fuente: Reportes de Inflación del BCRP

Los movimientos de la tasa de interés de referencia nominal y real se transmiten posteriormente al resto de tasas de interés del sistema financiero y a la economía agregada, para derivar finalmente en un efecto sobre la inflación y sus expectativas.

⁷ Ver Armas et al. (2014) y Pérez Forero y Vega (2014).

Rossini y Vega (2007) documentan el mecanismo de transmisión de la política monetaria del BCRP, el cual se refleja en el diagrama⁸ mostrado en el Gráfico 14-3.

En el Perú el principal canal de transmisión es el de la tasa de interés, que afecta a la brecha del producto y ello se traduce en un efecto final sobre la inflación. Existen también otros canales de transmisión, los cuales también se describen en el Gráfico 14-3. Ello es precisamente resultado de las características con las que cuenta la economía peruana, donde destaca el que sea una economía pequeña y abierta, y que cuenta con dolarización financiera parcial. En consecuencia, existe un canal de tipo de cambio, de liquidez y crédito y de expectativas de inflación.

El presente capítulo continúa en la segunda sección con una descripción de las características del esquema de política monetaria adoptado por el BCRP al inicio del presente milenio, seguidamente en la tercera sección se analizan tres eventos relevantes en estas dos décadas de régimen de metas explícitas de inflación. Dicha sección cubre el entorno externo favorable y la posterior Crisis Financiera Internacional y la respuesta de política monetaria en tales episodios. Asimismo, la tercera sección detalla el programa de desdolarización puesto en marcha por el BCRP durante el periodo de retiro del estímulo monetario de la FED y finalmente se narra la política monetaria durante la pandemia del COVID-19. El capítulo concluye con una cuarta sección con conclusiones sobre el marco general de política monetaria del ente emisor.

2. Características del esquema de política monetaria

El mandato del Banco Central de Reserva del Perú

El mandato del BCRP se encuentra establecido en la Constitución Política del Perú, y está circunscrito a preservar la estabilidad monetaria⁹. Asimismo, la Constitución establece la

⁸ Evidencia empírica adicional se puede encontrar en Castillo et al. (2011) y Pérez Forero y Vega (2014).

⁹ La Constitución Política del Perú en su artículo 84, señala que “La finalidad del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria. Sus funciones son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, y las demás funciones que señala su Ley Orgánica.” Además, la Ley Orgánica del BCRP en su artículo 2, señala que “Sus funciones son regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales.”

prohibición de conceder financiamiento al Tesoro Público para evitar que se repitan situaciones de dominancia fiscal al Banco Central, con altos costos en el bienestar de toda la población. Bajo el mismo principio, el Banco se encuentra también impedido de otorgar financiamiento indirecto bajo cualquier modalidad, como por ejemplo a través de garantías¹⁰. Estas prohibiciones aseguran que el Banco Central pueda tener la autonomía para realizar sus operaciones monetarias para cumplir su finalidad de preservar la estabilidad monetaria.

Asimismo, la Constitución y su Ley Orgánica establecen que las funciones del Banco Central son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales. El ejercicio de estas funciones se encuentra subordinado al cumplimiento de la finalidad de preservar la estabilidad monetaria. El Banco Central regula la moneda (liquidez) y el crédito del sistema financiero a través de sus instrumentos y operaciones de política monetaria. Por ejemplo, a través de la tasa de interés de referencia, las tasas de encaje y las operaciones de mercado abierto se expande o contrae la capacidad de las entidades financieras para proveer crédito a la economía, y así estabilizar los excesos de demanda y controlar la inflación.

El marco normativo actual ha permitido que la economía peruana cuente con niveles de inflación bajos y estables (ver Gráfico 14-4). Así, el BCRP ha podido realizar una política monetaria contracíclica, cumpliendo persistentemente su finalidad de estabilidad de precios, lo que ha permitido que se mantenga una de las tasas de inflación más bajas de la región.

El mandato único permite a la autoridad monetaria concentrarse en el objetivo de control de la inflación y la aísla de presiones políticas para el cumplimiento de otros fines que pudieran ir en contra de la estabilidad de precios. De esta forma se elimina lo que se conoce como el problema de sesgo inflacionario¹¹: la estabilidad de precios se puede ver comprometida por presiones políticas de corto plazo, como el deseo de generar un ciclo económico expansivo, lo cual puede generar sistemáticamente mayores niveles de

¹⁰ El artículo 80 de la Ley Orgánica del BCRP señala: “El Banco está impedido de extender avales, cartas-fianza u otras garantías y de emplear cualquier otra modalidad de financiamiento indirecto, así como de otorgar seguros de cualquier tipo”.

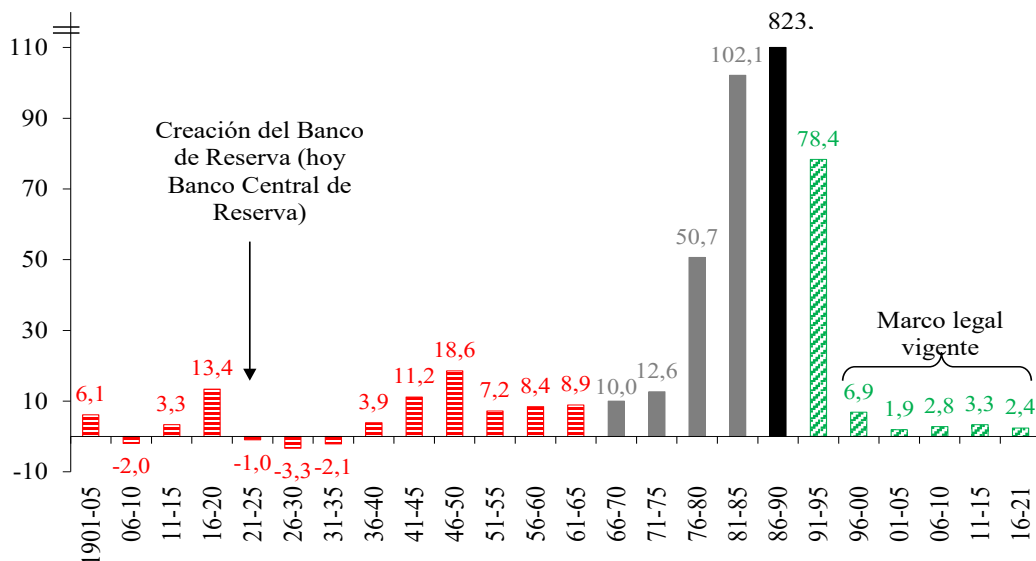
¹¹ Ver Barro y Gordon (1983).

inflación. Así, aumenta también la inflación de largo plazo y se genera una recesión económica al ser insostenible el crecimiento de la demanda por encima de las capacidades productivas.

El mandato único de estabilidad de precios mitiga también el problema conocido como inconsistencia temporal¹²: luego de haberse comprometido a un nivel de inflación bajo y estable, si la autoridad monetaria tuviera otros objetivos de política, como metas de actividad económica, podría desviarse ex post de su compromiso de inflación baja, expandiendo la demanda agregada sobre el PBI potencial y generando mayor inflación. Ante un problema de inconsistencia dinámica, un banco central perdería credibilidad, lo cual hace más difícil el control de la inflación y elimina su capacidad de realizar una política monetaria anticíclica.

Los mandatos de los bancos centrales han cambiado en el tiempo. En los setenta fue común que los bancos centrales tengan mandatos amplios que incluían múltiples metas, cuyo cumplimiento podría entrar en conflicto entre ellas. Sin embargo, una lección proveniente de la elevada inflación observada en los setenta y ochenta es que los bancos centrales deben centrarse en cumplir un solo objetivo preciso: la estabilidad de precios.

Gráfico 14-4
Inflación (promedio del periodo, en porcentaje)



Nota: El gráfico no se ha hecho a escala en el periodo 1986-1990. Para el periodo que culmina en 2021 se ha considerado información hasta el mes de junio.

Fuente: INEI y BCRP.

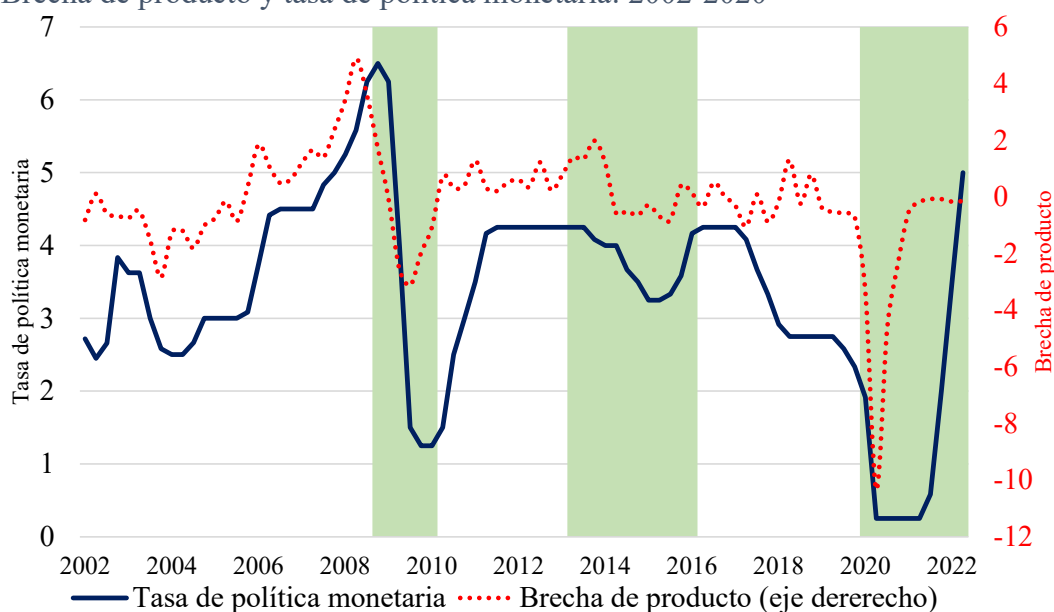
¹² Ver Kydland, y Prescott (1977).

El caso peruano no fue la excepción. Entre los años 1962 y 1992 hubo un periodo de mandatos múltiples, que incluyeron promover el desarrollo y crecimiento económico, y en el cual se permitió además el financiamiento al Tesoro Público, lo cual derivó en niveles de inflación extremadamente altos y volátiles.

Política Anticíclica

En este periodo la política monetaria del BCRP registra un comportamiento marcadamente anticíclico, lo cual se refleja en la evolución de su tasa de referencia. En particular, en el Gráfico 14-5 se puede apreciar una correlación positiva entre la brecha del producto y la tasa de interés de referencia, lo que señala que en periodos de expansión la tasa de interés sube, y más bien esta se reduce en periodos en donde se registra una caída en el nivel de actividad¹³ (los periodos sombreados corresponden a la crisis financiera internacional, el *taper tantrum* y la reciente crisis del COVID-19).

Gráfico 14-5
Brecha de producto y tasa de política monetaria: 2002-2020



Nota: La brecha de producto se mide a fin de periodo.

Fuente: BCRP

El carácter anticíclico de la política monetaria no es un detalle menor, pues es uno de los pilares de la estabilidad de largo plazo, y del desarrollo y adquisición de mayor

¹³ La evolución de la tasa de interés de referencia ha sido en general independiente de la de otros bancos centrales de economías avanzadas, tales como la Reserva Federal (FED), y ello le ha permitido al BCRP ganar mayor credibilidad (ver Castillo & Pérez Forero, 2019).

credibilidad, lo que contribuye a la formación de expectativas a futuro. Parte de los resultados de dicha política se observa también en que la inflación y sus expectativas se hayan ubicado dentro del rango meta casi todo el tiempo desde la adopción de esquema de metas de inflación.¹⁴

Manejo de Liquidez

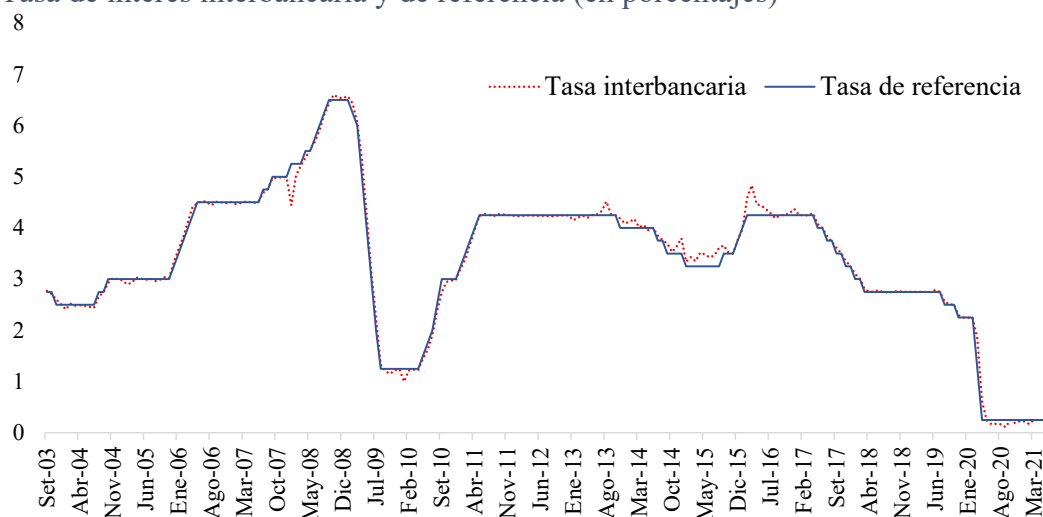
Dentro del conjunto de instrumentos que utiliza el Banco Central se encuentran las operaciones de inyección y esterilización de liquidez en soles. La regulación de la liquidez diaria para atender la demanda del sistema financiero permite que la tasa de interés promedio del mercado interbancario se ubique alrededor del nivel de referencia vigente. Así, si existe escasez de liquidez el BCRP procederá a inyectar la misma y, por el contrario, de haber un exceso de liquidez se procedería a esterilizarla.

Es importante notar el cambio de paradigma de la política monetaria respecto al régimen anterior, ya que los agregados monetarios se determinan ahora únicamente por demanda, pues la meta operativa es en este caso la tasa de interés de referencia. Por tanto, no existe la posibilidad de una expansión de la emisión primaria más allá de la demanda del Sistema Financiero, dado que esto provocaría un desvío persistente de la tasa de interés interbancaria respecto a su nivel de referencia, el cual es consistente con el rango meta de inflación. A lo largo de la historia reciente, no se observan desvíos significativos de la tasa de interés interbancaria respecto a la de referencia, evidenciando de este modo que existe un adecuado manejo de liquidez por parte del BCRP (ver Gráfico 14-6).

En el caso de la inyección de liquidez, esta se realiza principalmente a través de operaciones de reporte (repos), las cuales varían según el colateral o activo que se entregue a cambio de dicha liquidez. Así, el BCRP cuenta con las operaciones de reporte i) de valores (papeles de alta calidad), ii) de monedas (moneda extranjera en efectivo), iii) de cartera de créditos (créditos vigentes convertidos en certificados) y, recientemente, iv) de cartera de créditos con garantía estatal (en el marco de la Crisis del COVID-19). Los plazos de estas operaciones de reporte han variado entre un día (overnight) hasta cuatro años, dependiendo de cada caso.

¹⁴ Ver Pérez Forero (2017).

Gráfico 14-6
Tasa de interés interbancaria y de referencia (en porcentajes)



Fuente: BCRP

Este tipo de operaciones al inicio se ejecutaban en plazos cortos, principalmente a un día (*overnight*) y una semana, y solamente se utilizaban los Certificados de Depósito (CDBCRP) como colateral. Sin embargo, en situaciones en que la necesidad de liquidez ha sido mayor, como por ejemplo durante la Crisis Financiera Internacional de 2008, durante el programa de desdolarización iniciado en 2013, y el contexto actual de la pandemia del COVID-19, el BCRP ha optado por incrementar significativamente los plazos para éstas repos y expandir al mismo tiempo el conjunto de colaterales elegibles para las mismas.

Por su parte, las operaciones de esterilización se realizan principalmente a través de la colocación de Certificados de Depósito del Banco Central (CDBCRP), los cuales cuentan actualmente con plazos entre un mes y tres años. Al igual que en el caso de las operaciones de inyección, estos papeles comenzaron a colocarse en plazos relativamente cortos y, posteriormente, dada la mayor credibilidad del BCRP, estos activos de alta calidad elevaron también sus plazos, contribuyendo de esta forma a la formación de una curva de rendimiento de corto plazo, y con ello potenciando la transmisión monetaria.

Formación de la curva de rendimiento

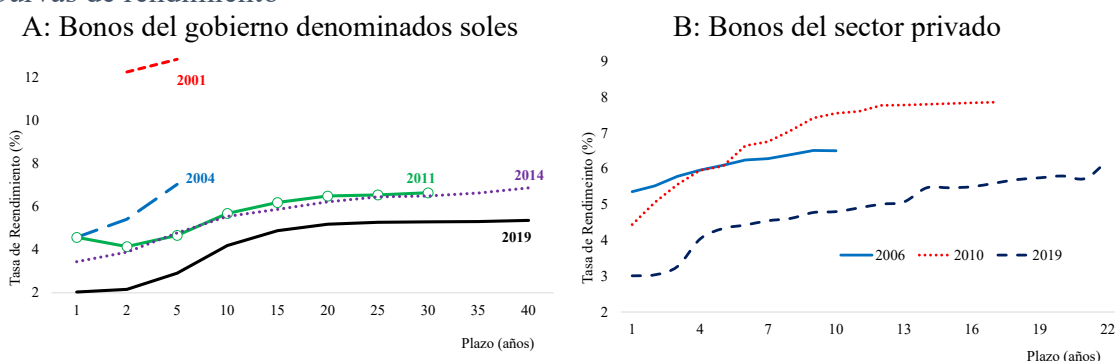
El desarrollo en los últimos años del mercado de deuda de renta fija ha permitido la creación de una curva de rendimiento libre de riesgo a plazos largos y que sirve de referencia para el mercado interno, lo cual ha coadyuvado a mejorar la transmisión de la

tasa de interés de referencia del BCRP a las otras tasas del mercado. Lo anterior ha fortalecido el esquema de metas de inflación, en especial en lo referido a la comunicación de la política monetaria y a la formación de expectativas.

Al respecto, la creación de un mercado de CDBCRP y de Bonos del Tesoro Público (BTP), que son también los principales colaterales utilizados en las operaciones de reporte de valores, ha aumentado la profundidad y liquidez del mercado de renta fija y ha permitido la creación de una curva de rendimientos libre de riesgo. Un mercado de renta fija líquido y profundo brinda información sobre el estado y perspectivas de la economía, las expectativas de los inversionistas sobre la inflación futura, y las expectativas sobre futuros cambios en la política monetaria.

En este sentido, la creación de la curva de rendimientos generó las condiciones para que el sector privado cuente con tasas de referencia para realizar colocaciones de mediano y largo plazo (ver Gráfico 14-7). De esta forma, mientras que la vida media de los bonos soberanos ha crecido de 3,4 a 12,5 años entre los años 2004 y 2019, la de los valores del sector privado presenta una vida media de 8,8 años en 2019 y se han realizado colocaciones a plazos de hasta 30 años.

Gráfico 14-7
Curvas de rendimiento



Notas: Eje horizontal se refiere a plazos en años.

Fuentes: Para bonos del gobierno: Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Para bonos del sector privado: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). Incluye bonos con calificación crediticia AAA+, AA+ y A.

Intervención Cambiaria

La intervención cambiaria realizada por el BCRP tiene el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio con el fin de: i) limitar los efectos hoja de balance asociados a la

dolarización financiera; ii) proveer liquidez en moneda extranjera al sistema financiero en momentos de estrés; iii) suavizar el ciclo crediticio asociado a las fluctuaciones de los flujos de capitales; iv) acumular preventivamente reservas como un seguro para futuros episodios de turbulencia financiera y, v) asegurar el correcto funcionamiento de los mercados.

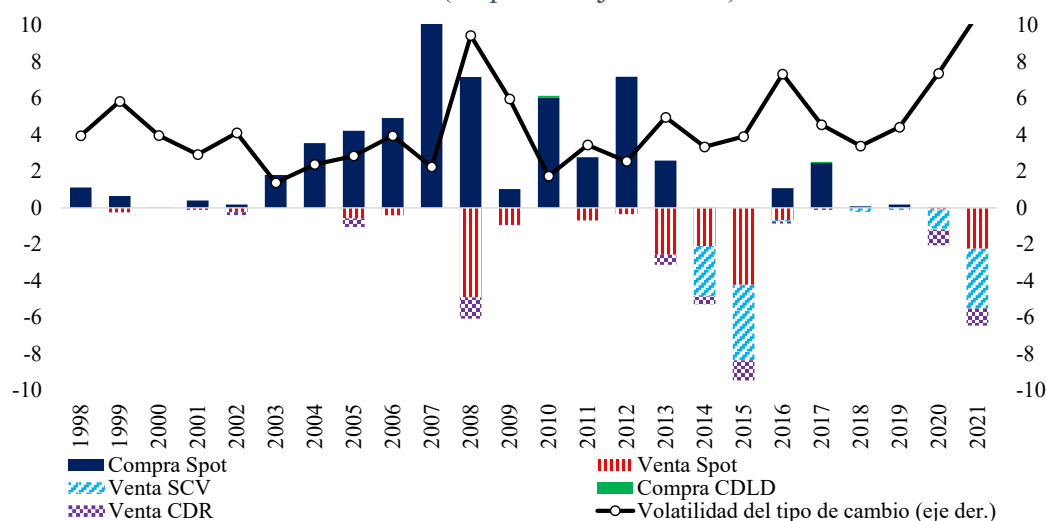
Así, si bien dicha dolarización se ha reducido significativamente en los últimos 20 años, la economía peruana continúa expuesta a los riesgos que pueden tener las fluctuaciones abruptas del tipo de cambio en la solvencia de las firmas y familias que mantienen deudas en dólares. Este riesgo es mitigado mediante la intervención cambiaria¹⁵, la cual se realiza sin afectar la tendencia de largo plazo del tipo de cambio real, y más bien esta se determina por fundamentos macroeconómicos. La reducción de la volatilidad cambiaria permite potenciar la transmisión de la política monetaria y reforzar la credibilidad y confianza en la moneda local, lo cual contribuye al logro del objetivo de mantener la inflación baja y estable. Así, los niveles de intervención cambiaria son elevados en periodos de incertidumbre global que provocan una mayor volatilidad en el tipo de cambio, tales como la Crisis Financiera Internacional de 2008, la turbulencia en el mercado de valores de China de 2015 y la pandemia del COVID-19 en 2020-2021.

Desde inicios de los noventa la intervención cambiaria se realizó a través de la compra y venta de dólares en el mercado spot, lo que permitió también en su momento crear base monetaria (emisión primaria) a través de la inyección de soles. Posteriormente, en el año 2002 se inició la intervención cambiaria a través de instrumentos alternativos (ver Gráfico 14-8) tales como los Certificados de Depósito Reajustables (CDR BCRP). Los CDR BCRP son certificados de depósito denominados en soles (similar a los tradicionales CD BCRP), cuyo valor se reajusta al momento del vencimiento según la variación del tipo de cambio respecto a la fecha de adjudicación. De esta forma, dicho instrumento es equivalente a una emisión de certificados de depósito acompañada de una venta temporal de moneda extranjera por parte del BCRP, que reduce presiones de depreciación de la moneda local contrayendo a su vez la liquidez del sistema financiero.

¹⁵ Ver evidencia empírica para Perú en Humala y Rodríguez (2009), Mundaca (2011), Lahura y Vega (2013), Durán-Vanegas (2016), entre otros.

Posteriormente, en el año 2014 se inicia el uso de los Swaps Cambiarios (SC) de compra y venta. Estos instrumentos presentaban la ventaja de no afectar la liquidez del sistema al momento de su adjudicación, al no haber un intercambio de efectivo, y a su vez servir como señal para el mercado. Cabe mencionar que el swap cambiario venta ha sido utilizado frecuentemente hasta el día de hoy, mas no el de compra, ya que al registrarse presiones apreciatorias el mercado ha mostrado una mayor preferencia por intervención spot, no demandando estos instrumentos en dicho caso. Algo similar sucede con los Certificados de Depósitos Liquidables en dólares (CDLD), que también se utilizan para intervención en modo compra y registraron un saldo positivo entre los años 2016 y 2017.

Gráfico 14-8
Intervención cambiaria del BCRP (en porcentaje del PBI)



Nota: El año 2021 considera información al 30 de junio. Para los instrumentos derivados, se considera el saldo al cierre del periodo.

Fuente: BCRP.

Requerimientos de Encaje

El BCRP utiliza requerimientos de encaje con el objetivo de moderar el ciclo crediticio y desalentar la intermediación financiera en dólares¹⁶. La tasa de encaje influye indirectamente sobre la tasa de interés al encarecer el costo de intermediación financiera e inducir un mayor margen entre las tasas activas y pasivas del sistema bancario. Así, una mayor tasa de encaje implica una menor capacidad de préstamos para un mismo nivel de

¹⁶ Ver evidencia empírica en Armas et al. (2014) y Pérez Forero y Vega (2014).

fondeo, por lo que un banco optará por una mayor tasa activa, una menor tasa pasiva, menores márgenes financieros, o cualquier combinación de éstas, para enfrentar este mayor encaje. Asimismo, otro efecto en los fondos prestables es a través del multiplicador monetario. Este multiplicador muestra la capacidad del sistema bancario para expandir la liquidez a partir de la emisión primaria, compuesta por el circulante y las reservas de encaje de las entidades financieras.

Así, los encajes se elevaron entre 2010 y 2013, periodo de elevadas entradas de capitales, y bajas tasas de interés internacionales, asociadas a los efectos de las políticas de expansión cuantitativa en las economías desarrolladas: y se redujo la tasa de encaje marginal en soles desde agosto de 2013, desde el inicio del ciclo de reversión del estímulo monetario de la FED y, posteriormente, con el programa de desdolarización del BCRP y la mayor preferencia por soles. Estas medidas tuvieron como objetivo contribuir a la desdolarización del crédito, en un contexto de mayor necesidad de fondeo de la banca en soles (ver Gráfico 14-9).

Gráfico 14-9

Tasa de encaje para depósitos bancarios denominados en moneda nacional y extranjera: 2002-2021 (porcentaje del total de depósitos)



Fuente: BCRP.

Otros países también han utilizado los encajes de manera anticíclica como complemento a la tasa de interés, particularmente durante episodios de fluctuaciones significativas de flujos de capitales, como es el caso de Colombia y Brasil. Entre las razones de su uso se encuentran: (i) a diferencia de las tasas de interés, los incrementos

en las tasas de encaje permiten restringir las condiciones financieras sin atraer flujos de capitales; (ii) los encajes pueden fortalecer la eficacia de la tasa de interés como instrumento de política monetaria; y (iii) los encajes se pueden utilizar para cumplir objetivos de estabilidad financiera y/o política macroprudencial.¹⁷

Adicionalmente, los requerimientos de encajes en dólares permiten que la banca cuente con una adecuada liquidez en dicha moneda para enfrentar episodios de salidas de capitales, o choques de liquidez domésticos. Asimismo, promueve que los agentes domésticos internalicen los riesgos de intermediación cuando no hay un prestamista de última instancia que emita dicha moneda. Por su parte, los encajes en dólares se han reducido significativamente, desde 70% en 2016 a 35% en 2020. Cabe señalar que el BCRP fija tasas de encajes mayores en dólares respecto a soles, al no ser este banco prestamista de última instancia en moneda extranjera. De este modo, la fijación de dichos encajes diferenciados ha permitido en estos años mitigar los riesgos asociados a la dolarización financiera parcial.

3. La experiencia del régimen de metas de inflación

A continuación, se detallan los tres eventos más relevantes dentro del episodio de las dos primeras décadas de implementación del esquema de metas de inflación, que conllevaron grandes desafíos en el diseño de la política monetaria, y con ello motivaron la creación de distintos instrumentos y el cambio en el tamaño y la composición de la hoja del balance del Banco Central, con el fin de potenciar la transmisión de las acciones de política monetaria al sistema financiero y la economía agregada.

El super ciclo de precios de materias primas, la crisis financiera internacional y la respuesta de política monetaria del BCRP: 2003-2019

La euforia del periodo previo a la crisis

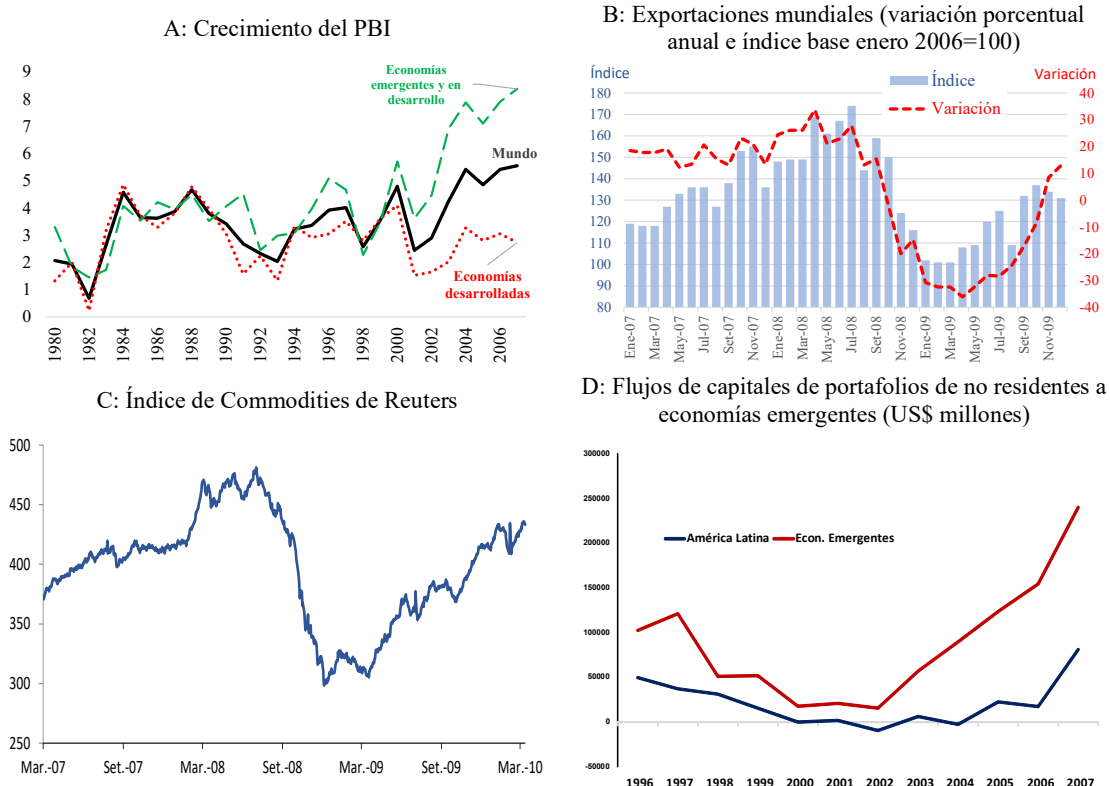
Las reformas económicas aplicadas en la década del noventa y un entorno externo favorable para los países exportadores de materias primas fueron pilares de las altas tasas

¹⁷ Ver Montoro y Moreno (2011).

de crecimiento económico experimentadas por la economía peruana entre 2001 y 2009, en el que se alcanzó un crecimiento promedio interanual de 5,4%.

El mundo en general venía creciendo, impulsado por la globalización, la incorporación de China al mercado mundial, y condiciones financieras favorables. En el año 2007 Perú estaba creciendo 8,9% cuando la economía mundial lo hacía en 5,6%, la Eurozona 5,6% y China 14,2%. El comercio mundial como las cotizaciones internacionales de las materias primas registraban una tendencia creciente, impulsados por la globalización y el uso de las materias primas como activo financiero (ver Gráfico 14-10). Asimismo, esta euforia y la búsqueda de instrumentos de inversión generaron fuertes flujos de capitales de portafolio hacia economías emergentes, entre ellas la peruana.

Gráfico 14-10
Escenario internacional anterior a la Crisis Financiera Internacional



Fuentes: A: World Economic Outlook, B: Organización Mundial de Comercio, C: Reuters y D: Institute of International Finance (IIF).

De esta manera, este contexto externo favorable de precios altos de materias primas y entradas de capitales impulsó en el Perú un elevado crecimiento del PBI y de la inversión privada. El flujo de capitales favoreció el financiamiento a bajo costo, impulsando la demanda agregada y generando una apreciación de la moneda, lo cual

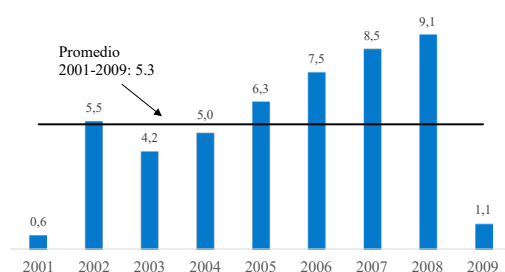
reducía aún más el costo de financiamiento. La ratio de crédito sobre PBI se incrementó entre 2001 y 2008 de 20 a 35%, creciendo anualmente¹⁸ en promedio 13,1%. Así, en el año 2008, a pesar de que el cuarto trimestre estuvo afectado por el inicio de la Crisis Financiera Internacional, el PBI creció 9,8% y la inversión privada 25,8% en términos reales (ver Gráfico 14-11).

En este contexto, la inflación se empezó a acelerar desde mediados de 2007, influenciado por el incremento en precios de alimentos y energía como también por el impulso en la demanda agregada asociado a factores externos. Para frenar esta expansión, entre junio 2007 y setiembre 2008, el BCRP subió la tasa de referencia de 4,5% a 6,5%. Asimismo, entre junio y julio de 2008 se incrementaron las tasas de encaje en soles (de 15 a 25%) y en dólares (de 30 a 49%) como complemento a la subida de tasa de referencia, con el objetivo de moderar el crecimiento del crédito.

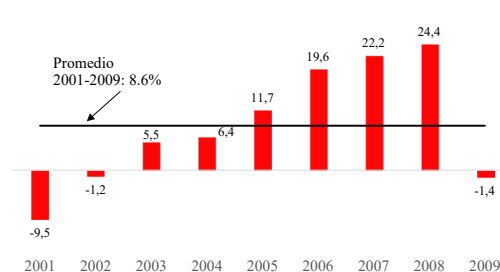
Gráfico 14-11

Escenario local anterior a la Crisis Financiera Internacional

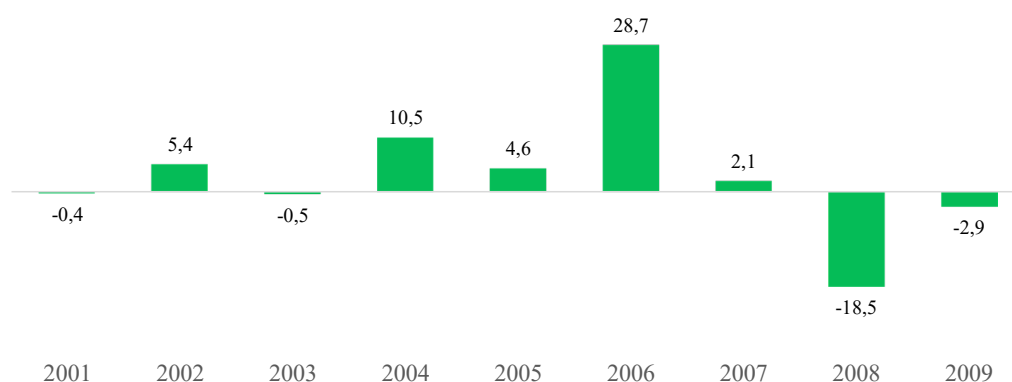
A: Tasa de crecimiento del PBI 2001-2009



B: Inversión bruta fija privada 2001-2009



C: Términos de intercambio



Fuente: BCRP

¹⁸ Ver Recuadro 7 –Indicadores de auge crediticio– en Banco Central de Reserva del Perú (2008).

La apreciación de la moneda peruana generó también incentivos para operaciones de *carry trade*¹⁹ por parte de inversionistas no residentes. A inicios de 2008 se observó un fuerte ingreso de inversiones de no residentes hacia Certificados de Depósito del BCRP (CDBCRP), instrumentos de esterilización monetaria utilizados por el Banco Central para regular la liquidez de la banca, lo cual generó mayores presiones apreciatorias en el tipo de cambio. Asimismo, ante esta situación, incrementos de la tasa de interés de referencia generarían mayores ganancias de arbitraje por parte de inversionistas no residentes por el diferencial de tasas entre países, aumentando la presión a la baja en el tipo de cambio e impulsando la demanda agregada.

Ante este comportamiento, el BCRP estableció una serie de medidas para cambiar esta situación. En enero de 2008 se sustituyó la emisión de CDBCRP por Certificados de Negociación Restringida a los participantes en la subasta primaria (CDBCRP-NR), y se estableció una comisión de 4% por registro de transferencia de propiedad de los Certificados del BCRP, con el objetivo de limitar la participación de inversionistas no residentes en el mercado de instrumentos monetarios. Luego, en abril de 2008 se estableció una tasa de encaje en moneda nacional de 120% a los depósitos de no residentes. Mediante el uso de estos instrumentos se evitó la especulación con los instrumentos de manejo monetario por parte de no residentes, evitando también presiones en las tasas de interés de los instrumentos monetarios que distorsionaban la curva de rendimiento.

Adicionalmente, el BCRP realizó intervenciones en el mercado cambiario spot a través de compras netas en la mesa de negociación con el objetivo de reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio. Entre 2005 y agosto de 2008 las reservas internacionales netas se incrementaron de US\$ 12,6 mil millones a US\$ 34,7 mil millones, explicado principalmente por intervención cambiaria en el mercado spot por alrededor de US\$ 25,4 mil millones.

El nivel de reservas internacionales muestra una fortaleza peruana al poder intervenir en el mercado cambiario ante salida de capitales, atenuar la volatilidad del tipo

¹⁹ Operaciones de arbitraje internacional que consisten en aprovechar la existencia de diferenciales de tasas de interés para obtener retornos en el mercado.

de cambio, y para acceder a facilidades de financiamiento en moneda extranjera en un contexto de escasez de capitales y cubrir sus obligaciones de corto plazo.²⁰

Cuadro 14-1

Medidas implementadas para controlar el flujo de capitales de corto plazo

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

El impacto de la crisis y la respuesta de política monetaria

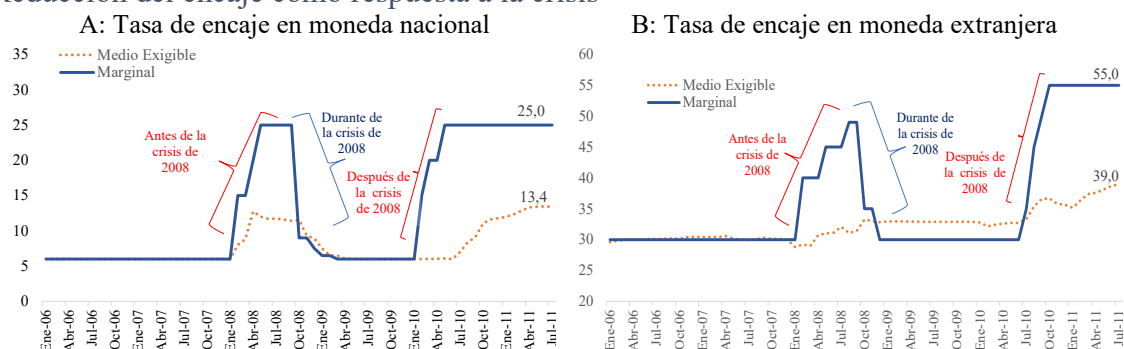
En setiembre de 2008, a raíz de la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers, se desencadenó la Crisis Financiera Internacional más grave desde la Gran Depresión de 1929. El desplome de los mercados financieros internacionales impactó la economía real de la mayoría de los países del mundo y significó una desaceleración económica en los países emergentes y en las economías industrializadas. Esta crisis generó una salida abrupta de capitales de países emergentes y una contracción en los precios de nuestras principales exportaciones, que influyeron en presiones al alza del tipo de cambio de 12% entre setiembre de 2008 y febrero de 2009.

²⁰ Ver Recuadro 5—Las ventajas de la acumulación de reservas internacionales para economías emergentes— en Banco Central de Reserva del Perú (2009).

No obstante, este panorama internacional, la actividad económica en el Perú registró un crecimiento del PBI de 9,8% en 2008, la tasa más alta de los últimos 14 años, completando así diez años consecutivos de expansión. En 2009, la tasa de crecimiento del PBI se desaceleró a 0,9% como producto del impacto de la crisis. Cabe señalar que un ciclo de tal duración no se registraba desde la década de los sesenta. La inflación fue de 6,65% en 2008, reflejando principalmente el impacto de choques de oferta de alimentos nacionales e importados, cuyos precios crecieron durante ese año en 9,7%. Las presiones alcistas de los precios asociados a los alimentos importados fueron cediendo en los últimos meses del año ante la rápida corrección de las cotizaciones internacionales de materias primas en un contexto de deterioro de la economía mundial.

Gráfico 14-12

Reducción del encaje como respuesta a la crisis



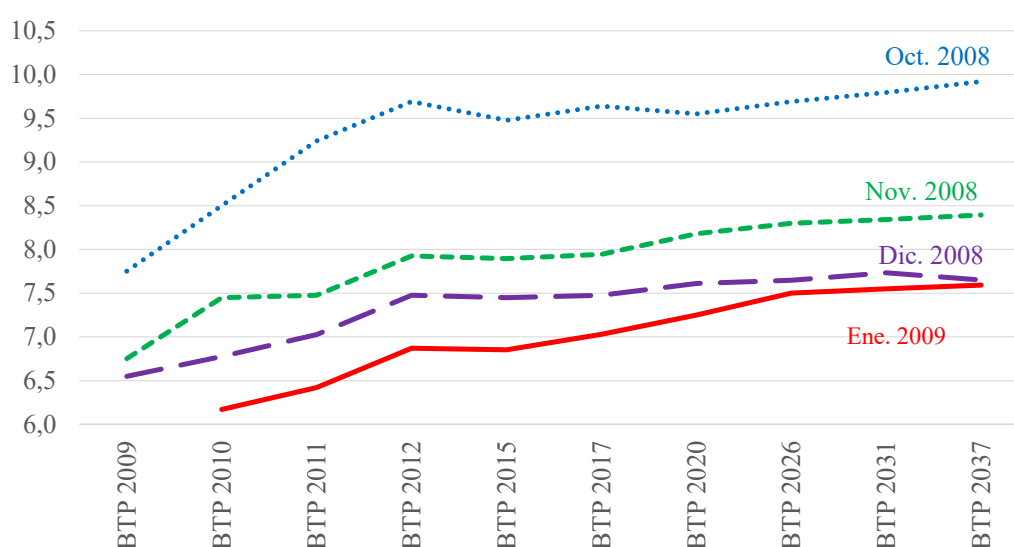
Notas: Cifras expresadas como porcentaje de las obligaciones sujetas a encaje

Fuente: BCRP

En este contexto, en una primera etapa, las acciones de política monetaria se orientaron a evitar que los eventos externos se replicasen internamente en los mercados monetarios, de crédito, cambiario y de capitales, en la forma de una contracción de financiamiento, lo cual podría generar una estanflación. Así, entre setiembre de 2008 y febrero de 2009, la política monetaria se enfocó en asegurar que el crédito siga fluyendo mediante la provisión de liquidez al mercado y a disminuir la volatilidad en los mercados financiero y cambiario. Así, en este periodo el BCRP inyectó liquidez al mercado por S/ 34,8 mil millones, equivalente a 9,3% del PBI de 2008. Esta inyección de liquidez se realizó mediante la emisión de operaciones de reporte hasta el plazo de un año, la reducción del encaje marginal en moneda nacional de 25 a 6,5% (ver Gráfico 14-12) y el vencimiento de certificados de depósito del BCRP.

Además, se creó el Swap directo de dólares por soles, el cual permitió a las entidades financieras obtener soles a corto plazo del BCRP a través de una venta temporal de dólares, y las operaciones de reporte con cartera de créditos como colateral, instrumento que recién se utilizó por primera vez en 2020 durante la crisis del COVID-19. Asimismo, en octubre de 2008 se anunció la posible compra por parte del BCRP de bonos soberanos en el mercado secundario, lo cual, sin llegarse a concretar, permitió estabilizar y desplazar hacia abajo la curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Público (ver Gráfico 14-13).

Gráfico 14-13
Curva de rendimiento de bonos del Tesoro Público



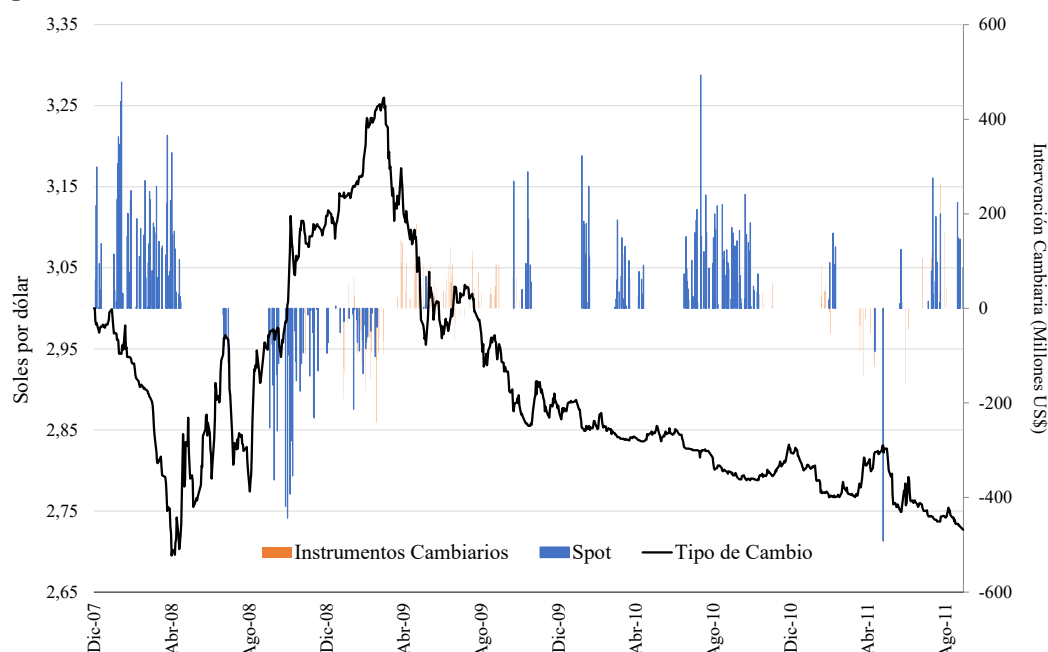
Fuente: MEF

Además, el BCRP inyectó liquidez en moneda extranjera mediante la exoneración del encaje a adeudados externos de entidades financieras a plazos de dos años a más, la reducción del encaje marginal de 49 a 30% para las obligaciones en dicha moneda, revirtiendo así los incrementos de encaje que se habían dado en los meses previos, y la creación de operaciones de reporte para proveer liquidez en moneda extranjera. Asimismo, se redujo de 120 a 35% el encaje a depósitos de no residentes que se había establecido en abril de 2008 (ver Cuadro 14-2).

Con la finalidad de reducir la volatilidad del tipo de cambio, el Banco Central intervino en el mercado cambiario entre setiembre de 2008 y febrero de 2009 con ventas netas de moneda extranjera por US\$ 6 843 millones y la emisión de instrumentos cambiarios (certificados de depósito indexados al tipo de cambio – CDR) por US\$ 3 243

millones a través de ventas de dólares. Esta respuesta de política fue posible gracias a la acumulación preventiva de reservas internacionales efectuada en los últimos cuatro años, provisión que permitió contar con una alta capacidad de respuesta para enfrentar este tipo de contingencias macroeconómicas adversas (ver Gráfico 14-14).

Gráfico 14-14
Tipo de cambio e intervención en el mercado cambiario



	Compras Netas Spot	Instrumentos Cambiarios	Intervención Total (En Millones US\$)
Acumulado 2006	3 944	350	4 294
Acumulado 2007	10 306	0	10 306
Ene.2008- Ago. 2008	1 683	-213	1 470
Set. 2008-Feb. 2009	-6 843	-3 243	-10 086
Mar. 2009- Dic. 2009	1 256	3 243	4 499

Nota: Los instrumentos cambiarios incluyen los vencimientos netos de CDR BCRP y colocación neta de CDLD BCRP.

Fuente: BCRP.

El conjunto de las medidas adoptadas por el BCRP permitió que, a pesar de la profundización de la Crisis Financiera Internacional, el mercado de dinero interbancario en soles mantenga sus volúmenes de transacción. Como resultado de estas medidas las presiones en el mercado de dinero se redujeron y las tasas de interés retornaron a sus niveles normales. De esta manera se evitó que estas presiones sobre las tasas afecten las condiciones de endeudamiento de los agentes económicos. Asimismo, las presiones alcistas en las tasas de rendimiento de los bonos públicos y los valores del Banco Central se normalizaron y las tasas de interés retornaron a niveles similares a las observadas en agosto de 2008, antes de la crisis.

Luego de normalizar las condiciones financieras locales, a partir de febrero de 2009 se inició un ciclo de reducciones de la tasa de interés de referencia, desde un nivel de 6,5% a 1,25% en agosto 2009 (ver Cuadro 14-2), acumulando una reducción de 525 puntos básicos y alcanzando con ello su nivel mínimo histórico en el momento. Esta reducción de la tasa de referencia buscó facilitar el acceso al financiamiento de las empresas, e incentivar un mayor gasto privado y con ello apoyar la reversión del ciclo económico débil iniciado en 2008 y que fue profundizado por la Crisis Financiera Internacional.

Cuadro 14-2

Respuesta de política monetaria ante la Crisis Financiera Internacional

Periodos	Respuestas
Turbulencia del mercado financiero y cambiario (setiembre 2008-febrero 2009): Estímulo monetario mediante la provisión de liquidez al mercado	<ul style="list-style-type: none"> • Reducción del encaje marginal en moneda nacional de 25 a 6,5%. • Reducción del encaje marginal en moneda extranjera de 49 a 30% • Reducción del encaje a los depósitos de entidades financieras no residentes de 120 a 35%. • Exoneración del régimen de encaje a los adeudados externos a plazos mayores o iguales a dos años de las entidades financieras. • Ampliación de plazo de instrumentos monetarios: Repos hasta 1 año. • Creación de nuevos instrumentos: Swaps directo de dólares por soles, Repos en moneda extranjera. • Reducción de la tasa de interés de referencia de 6,5 a 6,25% en febrero • En octubre de 2008 el BCRP participó con propuestas de demanda de bonos gubernamentales en el mercado secundario. • Intervención en el mercado cambiario mediante ventas netas de moneda extranjera por US\$ 6 843 millones y emisión de CDRs por US\$ 3 243 millones.
Periodo de normalización del mercado financiero y cambiario (marzo 2009-setiembre 2009):	<ul style="list-style-type: none"> • Reducción de tasa de interés de referencia de 6,25 a 1,25%: <ul style="list-style-type: none"> - 25 puntos en marzo - 100 puntos en abril, mayo, junio y julio - 75 puntos en agosto
Estímulo monetario mediante reducción de tasa de interés de referencia	<ul style="list-style-type: none"> • Ampliación de plazo de instrumentos: Swaps con moneda extranjera hasta 1 año

Esta flexibilización de la política monetaria se tradujo en menores tasas de interés de corto y mediano plazo, facilitando una mayor disponibilidad de financiamiento para las empresas a un menor costo, tanto a través del financiamiento bancario como del mercado de capitales (ver Gráfico 14-15B). Por otro lado, la inflación retornó al rango meta en julio 2009 en un entorno de ciclo económico débil, menores expectativas de inflación, menor inflación importada y reversión de los choques de oferta en los precios de alimentos. De esta forma, la inflación interanual pasó de 6,7% en diciembre de 2008 a 1,9% en agosto 2009.

Desde el agravamiento de la Crisis Financiera Internacional, las acciones de política monetaria del BCRP se orientaron a preservar el normal funcionamiento de los mercados monetarios y financieros, en especial del mercado de créditos. Esto implicó evitar que se generen: i) estrecheces de liquidez (en nuevos soles o en dólares) que puedan perjudicar el proceso de intermediación financiera; ii) efectos adversos en los balances de las empresas y familias por depreciaciones cambiarias abruptas que puedan causar presiones recesivas; iii) empinamientos excesivos de la curva de rendimiento en el mercado monetario —desvinculado respecto a la evolución esperada de la tasa de referencia— que debilita el canal de tasa de interés de la política monetaria.²¹

La política monetaria durante la segunda fase del super ciclo de precios de materias primas

Las economías de la mayoría de los países iniciaron un proceso de recuperación en 2010, mejora que vino acompañada por el inicio de un alza importante de los precios de las materias primas, así como de una mayor liquidez internacional. Esta reacción fue heterogénea entre los distintos países y provino, principalmente, del dinamismo de la demanda interna en las economías emergentes. En cambio, los países desarrollados tuvieron un crecimiento económico más lento y supeditado a la posibilidad de sostener las políticas de estímulo fiscal y monetario. La incertidumbre generada por los problemas fiscales en algunos países de la Eurozona, así como el alza en los precios internacionales de alimentos y energía, constituyeron factores de riesgo que limitaron una evolución más favorable de la actividad económica mundial.

La ejecución simultánea de estímulos monetarios y fiscales para enfrentar la crisis económica internacional permitió que la economía peruana se comportara positivamente desde el cuarto trimestre de 2009. En 2010, con un entorno internacional más favorable y un mercado interno impulsado por expectativas optimistas de los agentes privados, se registraron altas tasas de crecimiento, que llevaron a que el PBI se elevara 8,8% y la brecha del producto se fuera cerrando a lo largo del año.

En medio del alto dinamismo de la demanda interna y de reversión del ciclo económico, el Banco Central inició de manera preventiva el retiro gradual del estímulo monetario mediante la elevación de la tasa de interés de referencia y el aumento de las

²¹ Ver Armas (2009) y Quispe et al. (2009).

tasas de encaje. Entre mayo 2010 y mayo de 2011 incrementó la tasa de interés de referencia de un nivel mínimo histórico de 1,25 a 4,25%. Además, el entorno de mayores entradas de capital al país y expectativas de apreciación del nuevo sol, efecto de la mayor liquidez en dólares en los mercados mundiales, sumado a una menor aversión al riesgo de los inversionistas, determinó que el Banco Central dictara medidas de encaje orientadas a atenuar el dinamismo del crédito y la liquidez en el mercado interno.²²

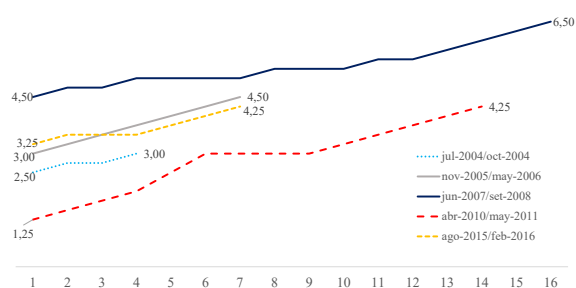
Gráfico 14-15

Cambios en la posición de la política monetaria

A: Episodios de endurecimiento de la política monetaria

Curvas de rendimiento durante periodos de elevación de la tasa de política monetaria

Elevación de tasas de encaje

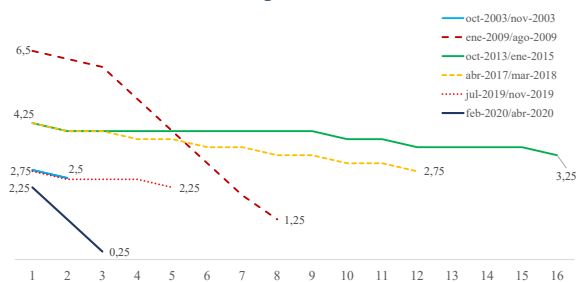


Encaje marginal en moneda nacional	Inicial - final (en porcentaje)	Encaje marginal en moneda extranjera	Inicial - final (en porcentaje)
Ene08-May08	6 - 25	Ene08-May08	30 - 45
Ene10-may10	6 - 25	Jun10-oct10	30 - 55
Abr12-may12	25 - 30	Dic14-Mar15	

B: Episodios de flexibilización de la política monetaria

Curvas de rendimiento durante periodos de reducción de la tasa de política monetaria

Reducción de tasas de encaje



Encaje marginal en moneda nacional	Inicial - final (en porcentaje)	Encaje marginal en moneda extranjera	Inicial - final (en porcentaje)
Set 08 -mar09	25 - 6	Set 08-dic08	49 - 30
Jul 13-jun15	30 - 6,5	Jul13-Ago13	55 - 50
Dic16-abr17	6,5 - 5	Dic16-Jul18	70 - 35
Mar20-abr20	5 - 4		

Nota: En el eje horizontal los números denotan plazos de vencimiento en años.

Fuente: BCRP

Posteriormente, en un escenario de dinamismo de la demanda interna en el país, expectativas de inflación bien contenidas y recuperación lenta de la economía mundial, el BCRP mantuvo su tasa de interés de referencia invariable en 4,25% hasta octubre de 2013. En este periodo se aplicaron otras medidas de política monetaria tales como modificaciones en el régimen de encaje, las cuales tuvieron la finalidad de moderar la

²² Ver Recuadro 7 –Precios de alimentos y volatilidad de la inflación– en Banco Central de Reserva del Perú (2011).

expansión del crédito y reducir la vulnerabilidad del sistema financiero a una potencial salida abrupta de capitales.

Específicamente, la tasa de encaje a los depósitos de moneda nacional se incrementó de 6 a 25% entre febrero y mayo de 2010 y hasta 30% en mayo de 2012, y entre julio y octubre de 2010 se aumentó la tasa para las obligaciones en moneda extranjera de 30 a 55% y la tasa para adeudados externos de corto plazo de 35% a 75% (ver Gráfico 14-15A). Con estas medidas se buscó moderar el ciclo crediticio, disminuir el *carry trade*, la apreciación nominal y fortalecer la respuesta del BCRP.

Durante la mayor parte de 2012, la economía mundial fue afectada por la incertidumbre en torno a la Eurozona y las expectativas de un menor dinamismo de las economías emergentes. Adicionalmente, los problemas asociados con la situación fiscal en Estados Unidos incrementaron la aversión al riesgo y afectaron la confianza de consumidores e inversionistas en las economías avanzadas. Sin embargo, las condiciones financieras internacionales empezaron a mostrar mejoras en el cuarto trimestre debido a una serie de medidas adoptadas por los bancos centrales de la Eurozona, Estados Unidos y Japón, y a indicadores que reflejaban cierto grado de estabilización del ritmo de crecimiento en China.

En mayo 2013, el anuncio de la intención de la FED de reducir el monto de sus compras de activos, denominado *taper tantrum*, incrementó la aversión al riesgo e indujo a los inversionistas a modificar sus portafolios hacia una mayor participación de activos de economías desarrolladas, presionando a la baja las monedas y los bonos soberanos de países emergentes. En particular, en ese mes la depreciación del nuevo sol superó el 3%.

Ante ello, desde mayo de 2013 el BCRP implementó la flexibilización del régimen de encaje en moneda nacional, mediante el establecimiento de topes al encaje medio que se fue reduciendo²³ desde 20% hasta 15% en diciembre 2013 (ver Gráfico 14-15B). Asimismo, se redujo el encaje marginal a los depósitos en soles de 30 a 15% entre agosto y diciembre de 2013, y luego progresivamente hasta 6,5% en junio de 2015. En este contexto, el BCRP condujo una política monetaria expansiva, reduciendo la tasa de política monetaria en cuatro oportunidades entre noviembre de 2013 y enero de 2015, de

²³ Ver Banco Central de Reserva del Perú (2013).

4,25 a 3,25%. Estas medidas permitieron satisfacer la demanda de crédito sin ejercer presiones al alza en las tasas de interés en soles, en un entorno de mayor demanda de dólares por parte de la banca y un escenario de desaceleración de la actividad económica.

Por otro lado, en marzo de 2013 se inició el programa de desdolarización del crédito, a través de encajes adicionales a la expansión del crédito en moneda extranjera, el cual es explicado con mayor detalle en la siguiente sección. Asimismo, se tomaron diversas medidas de encaje a las obligaciones en moneda extranjera, con el objetivo de aminorar el impacto del incremento en las tasas de interés de largo plazo en dólares y el incremento del riesgo país. En particular, se redujo la tasa marginal de encaje para obligaciones en dólares de 55 a 50% en agosto de 2013 y se flexibilizaron las condiciones para la aplicación de encajes a los adeudados externos de corto plazo.

Al mismo tiempo, la mayor volatilidad cambiaria derivada por factores globales²⁴ en los años 2013-2014 y 2015-2016 motivó a la intervención cambiaria por parte del BCRP para así reducir los riesgos de la dolarización financiera. En particular, la mayor demanda por el Swap Cambio Venta (SC BCRP) hizo que el saldo de este instrumento alcance un máximo de US\$ 9 191 millones en febrero de 2016 (15,3% del saldo de reservas internacionales netas). Así, a diferencia de episodios pasados, el BCRP no perdió reservas internacionales por esta intervención en modo venta, al haber sido esta realizada principalmente a través de instrumentos derivados.

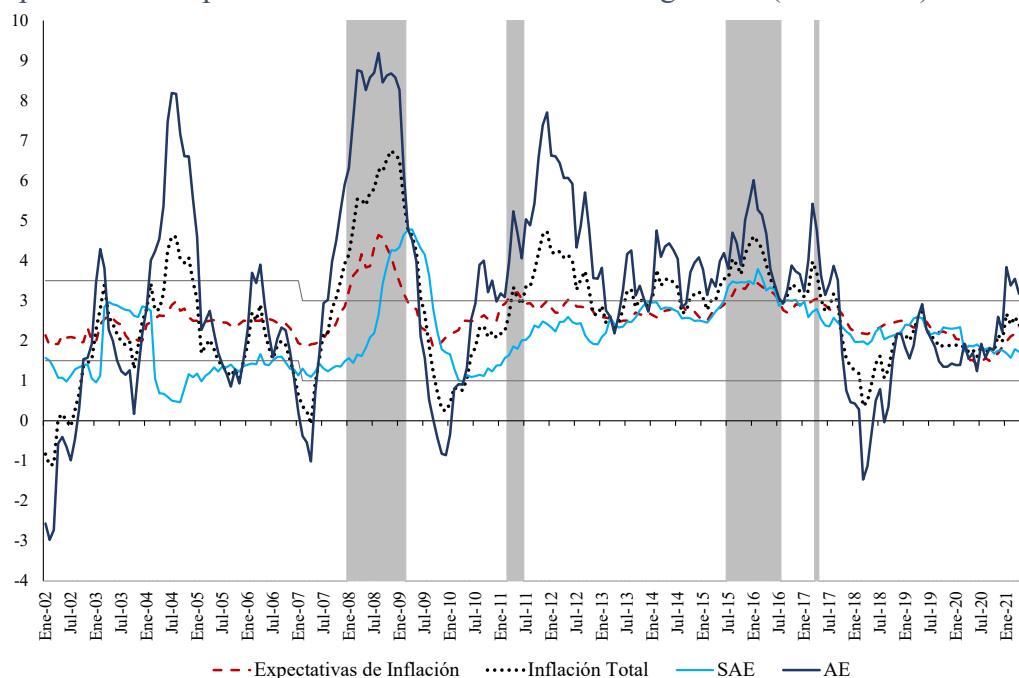
En tanto, en la segunda mitad de 2015 e inicios de 2016 se registró un episodio de mayor incertidumbre global, que conllevó a la depreciación de la moneda local y la posterior elevación de las expectativas de inflación a niveles por encima del rango meta, gatillando de este modo la respuesta del BCRP mediante la elevación de la tasa de interés de referencia y el uso de diferentes instrumentos monetarios. Dicha incertidumbre global estuvo principalmente asociada a tensiones entre China y EE. UU., la cual se disipó hacia marzo de 2016, reduciendo con ello fuertemente la demanda de instrumentos de cobertura y provocando una fuerte apreciación del sol hacia el segundo trimestre de dicho año.

Luego del super ciclo de precios de materias primas y de los anuncios del retiro del estímulo monetario no convencional de la FED, la economía peruana enfrentó

²⁴ Ver Pérez Forero (2022).

diversos choques entre los años 2016 y 2019. Debido a estos eventos, y como se mencionó líneas arriba, las expectativas de inflación se mantuvieron transitoriamente por encima del centro del rango meta, registrando un promedio anual de 2,6%. Del mismo modo, la inflación total promedio fue de 2,5%. Además, durante ese mismo periodo, el crecimiento promedio del PBI fue de 3,1% por debajo del promedio de 6,7% registrado en el periodo 2005-2013.

Gráfico 14-16
Episodios de expectativas de inflación fuera del rango meta (2002-2021)



Episodios	Fechas	Duración	Max. Expectativas Inflación	Max. Inflación Total	Max. Inflación SAE	Max. Inflación AE	Max. Tipo de cambio	Max. Depreciación 12 meses
Episodio 1	Ene08-Feb09	14 meses (21 meses)	4,6	6,7	4,6	9,2	3,2	11,4
Episodio 2	Mar11-Jun11	4 meses (16 meses)	3,2	4,7	2,6	7,7	2,8	-0,9
Episodio 3	Jul15-Jul16	13 meses (16 meses)	3,5	4,6	3,8	6,0	3,5	15,1
Episodio 4	Mar17-Abr17	2 meses (9 meses)	3,1	4,0	2,8	5,4	3,3	-1,6

Nota: Para 2021 los datos son hasta junio. El área gris representa los periodos en donde las expectativas de inflación se situaron por encima del rango meta. En la columna de duración se presenta (en paréntesis) el tiempo en cual la inflación total se mantuvo fuera del rango meta.

Fuente: BCRP

En particular, la anomalía climática El Niño ocurrida en el año 2017 fue un choque de oferta transitorio que tuvo un impacto importante en el alza de los precios de alimentos y que tuvo como consecuencia un incremento significativo en las expectativas de inflación. Así, la tasa promedio de variación anual de los precios de alimentos y energía entre los meses de enero y marzo 2017 fue de 4,4% mientras que el promedio de las expectativas de inflación se ubicó en 3% durante ese mismo periodo (ver Gráfico 14-16).

Como se puede apreciar en el Gráfico 14-16, los cuatro episodios en donde las expectativas de inflación se han ubicado fuera del rango meta han tenido una duración corta o mediana, reflejando que ello fue algo temporal y que, a la larga prevaleció la credibilidad del BCRP y su política monetaria, lo que conllevó al retorno de dichas expectativas al rango meta dentro del horizonte de política (18 a 24 meses).

El programa de desdolarización del BCRP

Desde el año 2013 el Banco Central implementó medidas orientadas a acelerar el proceso de desdolarización del crédito, y con ello, reducir el riesgo latente de un deterioro de la situación financiera de las empresas y las familias endeudadas en dólares ante una depreciación súbita e inesperada del sol. Así, en marzo de 2013 se establecieron encajes adicionales en dólares con la finalidad de moderar la expansión del crédito hipotecario y vehicular en dólares e incentivar su sustitución por créditos en soles. En octubre de 2013 el BCRP extendió la aplicación de estos encajes adicionales a la evolución de los créditos totales en dólares excluyendo aquellos destinados a financiar operaciones de comercio exterior, y operaciones de crédito con montos mayores a US\$ 10 millones y plazos mayores a tres años.²⁵

Estos encajes adicionales se activan cuando las entidades no alcanzan las reducciones de los saldos de crédito que establece el BCRP en fechas predefinidas. De no lograr dicha reducción en el saldo del crédito en dólares requerido, la institución financiera enfrenta un encaje adicional en moneda extranjera proporcional al desvío porcentual respecto al saldo requerido. De esta manera, los encajes adicionales en moneda extranjera alinean los incentivos de las entidades bancarias en su conjunto, favoreciendo el otorgamiento de créditos en soles, y facilitando la coordinación entre las entidades financieras que buscan desdolarizar el crédito. Estos encajes encarecen el crédito en dólares para todas las entidades financieras, lo que permite romper la inercia entre ofertantes y demandantes de crédito que solían pactar créditos en dólares, ya sea por costumbre en los procesos de otorgamiento de créditos o por una percepción equivocada de bajo riesgo cambiario crediticio por parte de los demandantes.

²⁵ Ver Banco Central de Reserva del Perú (2013, 2014b).

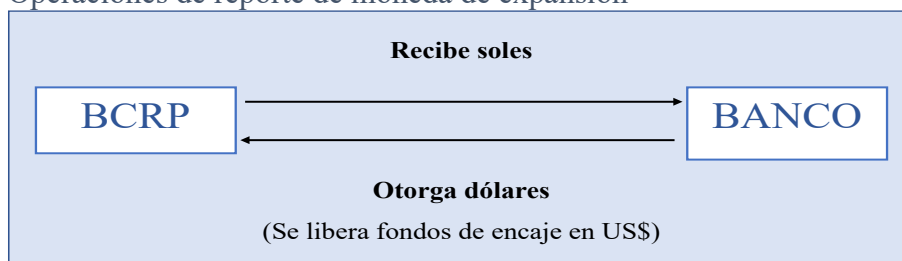
El programa de desdolarización implicó una recomposición de las carteras de créditos por parte de las entidades financieras, incrementado los créditos en soles y reduciendo los créditos en dólares. Para sostener esta recomposición y un mayor dinamismo del crédito en soles, las entidades financieras requieren fuentes de financiamiento en soles. Si bien los ahorros en soles son la principal fuente de fondeo del crédito en el sistema financiero, debido a la alta volatilidad del tipo de cambio, el dinamismo de los depósitos en soles ha sido menor al necesario para sostener el crecimiento del crédito en soles.

En este contexto, el BCRP estableció modalidades de inyección de liquidez en soles que acompañen el proceso de desdolarización del crédito. En particular, se crearon dos esquemas de repo de monedas para inyectar liquidez a plazos²⁶:

Repos de expansión

Tienen como objetivo apoyar el crecimiento del crédito en moneda nacional. Las entidades financieras que requerían fuentes de liquidez en soles para expandir su crédito en moneda nacional pudieron hacer repos de expansión con el Banco Central, utilizando para ello parte de su encaje en moneda extranjera, el que queda como depósito restringido en el Banco Central hasta el vencimiento de la operación. Se estableció que las entidades financieras pudieran realizar repos de expansión hasta por un monto equivalente al 20% de sus obligaciones sujetas a encaje en moneda extranjera. El Gráfico 14-7 describe los flujos asociados a este procedimiento de inyección de liquidez en soles.

Gráfico 14-17
Operaciones de reporte de moneda de expansión

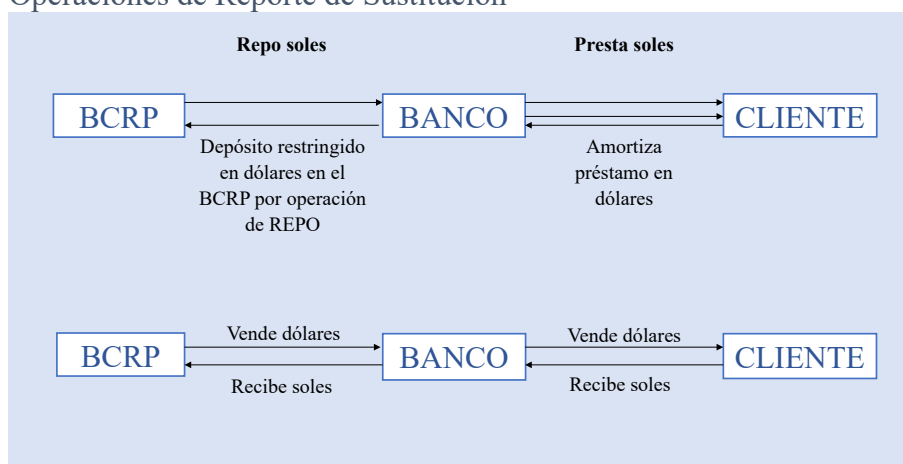


²⁶ Ver Choy (2015) para una descripción de estos instrumentos.

Repos de Sustitución

Tienen como objetivo apoyar la conversión de créditos en moneda extranjera, a moneda nacional. Las entidades financieras que conviertan a moneda nacional sus créditos en moneda extranjera pudieron acceder a liquidez en soles del Banco Central mediante estas operaciones de reporte. Ello se realizó de manera simultánea con la venta de dólares del Banco Central a la entidad financiera que queda como depósito restringido en el BCRP hasta el vencimiento de la operación. Como resultado de esta operación el banco mantiene el mismo monto de activos en dólares (esta vez como depósito restringido en el Banco Central que sustituye el crédito en dólares originalmente pactado) y el Banco Central reduce su posición de cambio, más no su nivel de reservas internacionales (ver esquema de funcionamiento del repo de sustitución en el Gráfico 14-18).

Gráfico 14-18
Operaciones de Reporte de Sustitución



En setiembre de 2013 se estableció un encaje adicional en función a la evolución del crédito en dólares. En dicha oportunidad se estableció un régimen que contemplaba un encaje adicional en moneda extranjera a las entidades financieras que no logren reducir su crédito total en dólares a una fracción del saldo de setiembre de 2013 (excluyendo créditos a comercio exterior y aquellos con montos mayores a US\$ 10 millones y con tres años de plazo). Inicialmente dicha fracción fue del 80% para el cierre de 2014.

Luego, en 2018 se modificó dicho límite al monto mayor entre: 1) el 80% del saldo del crédito en moneda extranjera de setiembre de 2013 (excluyendo créditos a comercio exterior y aquellos con montos mayores a US\$ 10 millones y con tres años de plazo); 2) el crédito promedio en moneda extranjera a diciembre de 2017 más 40% de la

variación del crédito en moneda nacional; y 3) 104% del crédito promedio en moneda extranjera a diciembre de 2017. Posteriormente, en diciembre de 2019 este último límite se cambió a 104% del crédito promedio en moneda extranjera a diciembre de 2018. El encaje adicional es 30% del desvío del saldo de crédito respecto al valor establecido por el BCRP y se aplica sobre los pasivos totales (Ver Cuadro 14-3).

Cuadro 14-3

Límite al saldo de crédito en moneda extranjera para la aplicación del encaje adicional

Periodo de encaje inicial	Crédito total*						Fecha de circular
	I	II	III	IV	V	Circular	
Jun-15	95% saldo set-2013	92% saldo set-2014	n.a.	Patrimonio efectivo dic-2014	US\$ 100 millones	0020-2015-BCRP**	May-15
Dic-15	90% saldo set-2013	86% saldo set-2014	n.a.	Patrimonio efectivo dic-2014	US\$ 100 millones	0041-2015-BCRP	Nov-15
Dic-16	80% saldo set-2013	n.a.	n.a.	Patrimonio efectivo dic-2014	US\$ 100 millones	0041-2015-BCRP	Nov-15
Mar-18	80% saldo set-2013	Saldo dic-2017+40% flujo dic-2017 en soles	1,04 Saldo dic-2017	Patrimonio efectivo dic-2014	US\$ 100 millones	0007-2018-BCRP	Feb-18
Dic-18	80% saldo set-2013	Saldo dic-2017+40% flujo dic-2017 en soles	1,04 Saldo dic-2017	Patrimonio efectivo dic-2014	US\$ 100 millones	0007-2018-BCRP	Feb-18
Dic-19	80% saldo set-2013	Saldo dic-2017+40% flujo dic-2017 en soles	1,04 Saldo dic-2017	Patrimonio efectivo dic-2014	US\$ 100 millones	0031-2019-BCRP	Dic-19
Mar-20	Suspensión temporal					0011-2020-BCRP***	Mar-20
May-21	n.a.	Saldo dic-2018+30% flujo dic-2018 en soles	n.a.	n.a.	US\$ 200 millones	0005-2021-BCRP	Mar-21

Notas: Se excluyen créditos para comercio exterior y créditos otorgados a partir del 1 de enero de 2015 a plazo mayor a tres años que excedan un monto de US\$ 10 millones.

*/ El límite efectivo para cada entidad financiera es el máximo entre I, II, III, IV y V en los casos en que aplican.

**/ Esta circular modificó la previa 045-2014-BCRP que creó el encaje adicional en moneda extranjera.

***/ Esta circular suspendió los límites hasta diciembre 2020. La circular 034-2020-BCRP amplió la suspensión hasta abril 2021.

Fuente: BCRP

Para los créditos vehicular e hipotecario, el encaje adicional se aplicó para aquellas entidades que no logren reducir su saldo de créditos vehicular e hipotecario a una fracción de sus saldos de febrero 2013. El encaje adicional es igual al 15% del desvío del saldo del crédito vehicular e hipotecario en moneda extranjera respecto al valor límite establecido por el BCRP y se aplica sobre los pasivos totales en moneda extranjera. En este caso, el objetivo fue de reducir la ratio de dolarización a niveles mínimos en el largo plazo, dado que el riesgo crediticio de tomar préstamos en dólares para las personas es elevado, ya que no existen mecanismos de cobertura natural o accesible (ve Cuadro 14-4).

El encaje adicional asociado a la evolución del crédito en dólares fue suspendido temporalmente durante la pandemia del Covid-19 en marzo de 2020. Luego, en marzo de

2021 se estableció que dicho encaje entraría en vigor nuevamente a partir de mayo de 2021.

Cuadro 14-4

Límite al saldo de crédito en moneda extranjera para la aplicación del encaje adicional

Periodo de encaje inicial	Vehicular e hipotecario*			Fecha de circular
	I	II	Circular	
Jun-15	Max (90% saldo feb-2013, 85% saldo dic-2014)	20% Patrimonio efectivo dic-2014	0020-2015-BCRP**	May-15
Dic-15	Max (85% saldo feb-2013, 75% saldo dic-2014)	20% Patrimonio efectivo dic-2014	0041-2015-BCRP	Nov-15
Dic-16	70% saldo feb-2013	15% Patrimonio efectivo dic-2014	0041-2015-BCRP	Nov-15
Mar-18	60% saldo feb-2013	12% Patrimonio efectivo	0007-2018-BCRP	Feb-18
Dic-18	50% saldo feb-2013	9% Patrimonio efectivo	0007-2018-BCRP	Feb-18
Dic-19	40% saldo feb-2013	6% Patrimonio efectivo	0005-2019-BCRP	Feb-19
Mar-20	Suspensión temporal		0011-2020-BCRP***	Mar-20
May-21	90% saldo dic-2018	6% Patrimonio efectivo		
Dic-21	85% saldo dic-2018	5% Patrimonio efectivo	0005-2021-BCRP	Mar-21
Dic-22	80% saldo dic-2018	5% Patrimonio efectivo		

Notas:

*/ El límite efectivo para cada entidad financiera es el máximo entre I y II.

**/ Esta circular modificó la previa 045-2014-BCRP que creó el encaje adicional en moneda extranjera.

***/ Esta circular suspendió los límites hasta diciembre 2020. La circular 034-2020-BCRP amplió la suspensión hasta abril 2021.

Fuente: BCRP

Los límites a partir de dicha fecha son:

1. Para el encaje adicional en función de la evolución del crédito total en moneda extranjera: para las Entidades Sujetas a Encaje que al cierre del periodo cuenten con un saldo promedio diario de crédito total en moneda extranjera mayor o igual a US\$ 200 millones, se establece un encaje adicional si, durante el periodo de encaje, este saldo promedio supera:

El saldo promedio diario de crédito total en moneda extranjera de diciembre de 2018 más el 30% del flujo acumulado respecto a diciembre de 2018 del crédito promedio en moneda nacional, excluyendo de dicho flujo el correspondiente a crédito hipotecario, de consumo y de comercio exterior. Este flujo acumulado resultante del crédito promedio en moneda nacional se considera siempre que sea positivo.

2. Para el encaje adicional en función de la evolución del crédito de consumo vehicular e hipotecario en moneda extranjera: para las Entidades Sujetas a Encaje que al cierre del periodo cuenten con un saldo promedio diario del total de créditos de consumo vehicular e hipotecario mayor al 90% del saldo

alcanzado al 31 de diciembre de 2018 o el 6% de su patrimonio efectivo último publicado por la SBS, el que resulte mayor, estarán sujetas a un encaje adicional de acuerdo a las fórmulas ya establecidas.²⁷

Estas medidas contribuyeron a que todos los componentes del crédito hayan reducido su coeficiente de dolarización. Para el crédito total, éste se redujo de 47,8% en setiembre de 2013 a 22% en diciembre de 2020. Con ello se ha contribuido a reducir la vulnerabilidad de la economía frente a episodios de elevada volatilidad en el tipo de cambio. Asimismo, a siete años de la implementación del encaje adicional, la dolarización del crédito de las familias se redujo significativamente. Así, la dolarización del crédito hipotecario se redujo de 47,4% hasta 12,5% y la del crédito vehicular de 81,3% hasta 18% en diciembre de 2020 (ver Cuadro 14-5).

Cuadro 14-5
Dolarización del crédito por segmentos (en porcentaje)

	Set-13 (i)	Dic-18	Dic-19	Dic-20 (ii)	Diferencia (ii)-(i)
Hogares	28,1	11,2	9,6	8,6	-19,5
Consumo	12,7	6,9	6,5	5,8	-6,9
<i>Vehicular</i>	<i>81,3</i>	<i>15,1</i>	<i>15,9</i>	<i>18,0</i>	<i>-63,2</i>
<i>Tarjetas de crédito</i>	<i>9,0</i>	<i>7,8</i>	<i>7,7</i>	<i>6,2</i>	<i>-2,8</i>
<i>Resto</i>	<i>7,4</i>	<i>6,1</i>	<i>5,4</i>	<i>5,1</i>	<i>-2,3</i>
Hipotecario	47,4	17,6	14,4	12,5	-34,9
Empresas	58,1	40,6	39,1	29,0	-29,1
Corporativo	68,6	50,9	47,4	47,0	-21,6
Grandes empresas	75,1	57,6	59,0	41,9	-33,2
Medianas empresas	69,6	42,3	40,6	23,5	-46,2
Pequeñas empresas	20,0	6,8	6,2	4,2	-15,8
Microempresa	7,9	6,5	6,0	4,5	-3,5
TOTAL	47,8	29,5	27,4	22,0	-25,8

Existen varios estudios en los que se han evaluado y estimado el impacto de las medidas implementadas por el BCRP en la reducción de la dolarización, entre ellos Castillo et al. (2016), Infante (2018) y Contreras et al. (2019). Dichos trabajos cuantifican, aislando los efectos de otros factores como variaciones en el riesgo cambiario, el impacto del programa de entre 6 y 14 puntos porcentuales de reducción de la dolarización del crédito. Estos resultados muestran que el impacto del programa en la reducción de la dolarización del crédito es robusto al análisis bajo distintas metodologías. Así, este

²⁷ Posteriormente, el límite a diciembre de cada año con base en el saldo al 31 de diciembre de 2018 se reducirá en 5 puntos porcentuales de este saldo por año. Por su parte, el límite con base en el monto del patrimonio efectivo se redujo a partir de diciembre de 2021 a 5% de dicho patrimonio.

programa contribuyó a la mayor solidez y estabilidad del sistema financiero, y a reforzar a su vez el canal de transmisión de la política monetaria del BCRP.

La respuesta de política monetaria ante la pandemia del COVID-19: 2020-2021

En 2020 la economía mundial se enfrentó a un choque severo e imprevisto: la pandemia del COVID-19. El brote inicial se localizó en la ciudad de Wuhan, China, a fines de 2019, para luego expandirse rápidamente a Europa y el resto del mundo. En marzo de 2020, la epidemia, que ya había sido detectada en 255 países, pasó a ser declarada por la Organización Mundial de la Salud como una pandemia global.²⁸

La mayoría de los gobiernos tomaron medidas para contener el avance de los contagios, con distintos grados de rigurosidad, tales como cuarentenas, cierre de fronteras, paralización de actividades con alto grado de interacción humana, entre otras. Si bien estas medidas se fueron relajando con el descenso cíclico del ritmo de contagio y mortandad, el fuerte impacto en la actividad económica en el primer semestre del año 2020 determinó una caída promedio del PBI global de 3,3%, el peor registro desde la Segunda Guerra Mundial.

En el Perú se implementó, al inicio de la pandemia, una de las medidas de confinamiento social más rigurosas en el mundo. Con el fin de contener la propagación del virus, el Gobierno peruano decretó el 16 de marzo estrictas medidas sanitarias que incluyeron el aislamiento social obligatorio a nivel nacional y la paralización de sectores considerados no esenciales, abarcando la ejecución de obras públicas y el servicio de comercio electrónico. Con ello, el PBI se contrajo 17,3% durante la primera mitad del año (30% en el segundo trimestre). Desde el inicio de la pandemia, la política monetaria tomó una posición expansiva sin precedentes, factible por la alta credibilidad alcanzada por el BCRP.

La política fiscal implementó también medidas de estímulo, destacando las transferencias a familias (2,0% del PBI) y el retorno de tasas positivas de crecimiento de la inversión pública hacia el cuarto trimestre. Estas acciones impulsaron una recuperación de la actividad económica mayor a la esperada durante el último trimestre de ese año

²⁸ Ver Banco Central de Reserva del Perú (2021).

(- 1,7%), alcanzando uno de los niveles de actividad más cercanos a los observados previo a la pandemia en el continente. Con esta clara divergencia en la evolución trimestral de 2020, la actividad económica en nuestro país se contrajo 11,1% en el año, luego de 21 años consecutivos de crecimiento. Esta tasa de contracción del PBI no se observaba desde 1989 (-12,3%).

La rápida recuperación de la actividad económica fue también impulsada por un contexto favorable de términos de intercambio, que se incrementaron en 8,2% en 2020. Dicha expansión, la mayor de los últimos 10 años, respondió al aumento en los precios de las principales materias primas de exportación y a la caída del precio del petróleo e insumos industriales, lo que derivó en una reducción de los precios de importación.

El incremento de los precios relativos de exportación respecto a los de importación incidió positivamente sobre la balanza comercial, lo que, aunado a la reducción del volumen de importaciones ante la debilidad de la demanda interna, conllevó a que la cuenta corriente de la balanza de pagos registre un superávit de 0,7% del producto. Explicó también este resultado el impacto de la crisis del COVID-19 en la actividad local, lo cual se tradujo en menores utilidades de empresas con inversión directa extranjera en el país. Por su parte, la cuenta financiera se ubicó en 3,6% del PBI, principalmente por la mayor inversión de cartera neta en activos públicos, que compensó el menor financiamiento del sector privado. Las reservas internacionales netas se incrementaron en US\$ 6 391 millones entre fines de 2019 y 2020, alcanzando un saldo de US\$ 74 707 millones, equivalente a 37% del PBI.

La política fiscal expansiva incluyó el apoyo a los hogares mediante diferentes transferencias monetarias, y a las empresas por medio de la disminución o suspensión del pago de impuestos. Estas medidas, así como la reducción de los ingresos tributarios ante la contracción de la actividad local, conllevaron a un déficit fiscal del sector público no financiero de 8,9% del PBI en 2020, mayor en 7,3 puntos porcentuales del producto al del año previo, y el más alto registrado desde 1990. La deuda pública se elevó en ocho puntos porcentuales, alcanzando un nivel de 34,8% del PBI al cierre de 2020, correspondiendo dicha evolución en gran parte a la emisión de bonos globales y los créditos de organismos internacionales y, en menor medida, por el incremento del saldo de bonos soberanos.

Por su parte, la política monetaria del Banco Central se orientó a preservar la cadena de pagos de la economía y apoyar la recuperación de la actividad económica. Las medidas del BCRP se enfocaron en la reducción del costo de financiamiento, la provisión de liquidez al sistema financiero y la reducción de la volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés de largo plazo.

Para ello, el BCRP aplicó una política monetaria expansiva sin precedentes, reduciendo la tasa de referencia en 200 puntos básicos a su mínimo histórico de 0,25%, la tasa de política monetaria más baja de la región y una de las menores entre economías emergentes. Asimismo, el BCRP dio guías sobre la evolución futura de la política monetaria indicando que “considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva por un período prolongado y mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes”. Dado el tamaño del choque y sus inminentes efectos sobre la economía, se amplió el impulso monetario mediante medidas cuantitativas adicionales de política monetaria.

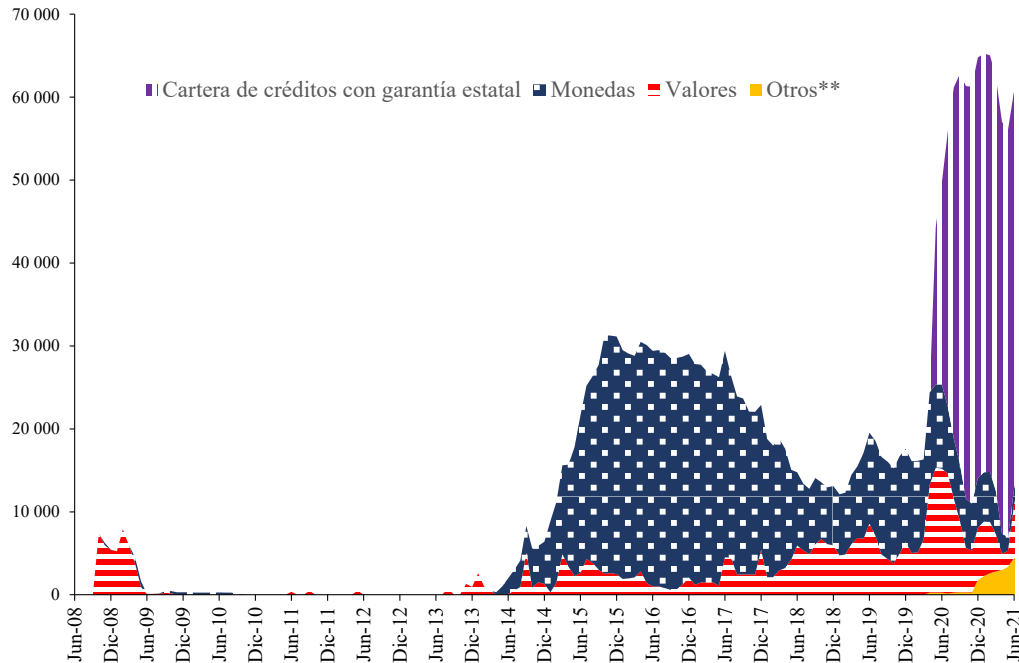
Con el objetivo de liberar fondos prestables y así contribuir a flexibilizar las condiciones financieras, se redujeron los requerimientos de encaje mediante lo cual se liberaron recursos por el equivalente a S/ 2 mil millones. Asimismo, se ampliaron los plazos de las operaciones de inyección de liquidez (hasta cuatro años) y el conjunto de garantías y colaterales que las entidades financieras pueden utilizar para dichas operaciones. Por ejemplo, mediante las operaciones de reporte con cartera crediticia las instituciones financieras pueden recibir liquidez del BCRP usando como colateral parte de su cartera de préstamos. Este instrumento fue creado en 2009 en el contexto de la crisis financiera internacional, pero fue utilizado por primera vez durante la pandemia en abril de 2020.

El BCRP realizó las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía (ver Gráfico 14-19). Entre marzo y diciembre de 2020 el saldo de operaciones de inyección de liquidez alcanzó niveles históricos récord, incrementándose de S/ 14,8 mil millones al cierre de febrero a S/ 64,8 mil millones (9,1% del PBI) al 31 de diciembre de 2020. De este último monto, S/ 50,7 mil millones correspondieron a operaciones de reporte con garantía del Gobierno Nacional. El saldo total alcanzado de operaciones de inyección de liquidez a fines de 2020 fue ocho veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la Crisis Financiera

Internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y dos veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de materias primas (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

Gráfico 14-19

Saldo de operaciones de inyección del BCRP* (en millones de soles)



Nota: El rubro “otros” incluye la compra de bonos del Tesoro Público, en línea con el artículo 61 de la Ley Orgánica del BCRP, y operaciones de reporte de cartera de créditos.

Fuente: BCRP.

El BCRP realizó la ampliación del estímulo monetario principalmente a través de tres programas: Reactiva Perú, las operaciones de reporte con reprogramaciones de carteras de créditos y las operaciones condicionadas a la expansión del crédito de largo plazo.

El programa Reactiva Perú

En el contexto de caída abrupta de la actividad económica por la cuarentena, se creó el programa de créditos garantizados por el gobierno: Reactiva Perú. Mediante este programa, el BCRP proveyó liquidez, a través de operaciones de reporte, a las instituciones financieras que otorgan estos créditos. Por medio de este instrumento el BCRP otorga liquidez y recibe un activo de alta calidad como colateral, el cual es la cartera crediticia garantizada por el Gobierno.

Mediante este programa se buscó absorber parcialmente el mayor riesgo de la pandemia mediante la creación de incentivos para que las entidades financieras proporcionen a las empresas el capital de trabajo necesario para cubrir sus obligaciones durante el tiempo que no puedan operar, mejorando su viabilidad y reduciendo la incertidumbre del mercado.

Este programa sirvió para inyectar liquidez rápidamente, lo que sostuvo el flujo de crédito, evitando así la ruptura en la cadena de pagos y una depresión económica. También brindó el impulso monetario que ha permitido la recuperación económica que se observó desde el segundo semestre del año 2020. A diferencia de otros episodios de crisis, como la crisis asiática de 1998, el crédito evolucionó de forma anticíclica. El crédito a empresas creció a una tasa interanual del 22% en 2020, lo cual habría sido negativo sin este programa. Este programa de créditos garantizados fue uno de los más grandes de la región (alrededor del 8,5% del PBI) y ha sido el que tuvo la mayor tasa de ejecución (alrededor del 90%) en comparación tanto con economías avanzadas como con emergentes.

Hay tres características que explican el éxito de este programa: sencillez, alcance y competencia.

Sencillez: las condiciones para acceder a este programa fueron sencillas y fáciles de verificar, por ejemplo, el monto del préstamo era proporcional a las ventas declaradas a la SUNAT el año anterior, y no existían condiciones de precalificación (aparte de no estar en una lista de determinadas actividades prohibidas o asociadas a la corrupción).

Alcance: las empresas informales pudieron participar en el programa. Las microempresas sin declaración de ventas tenían acceso al programa y el tamaño del préstamo estaba relacionado con el monto de su deuda en el sistema financiero (con un tope de hasta S/ 40 000). Del medio millón de empresas que recibieron un crédito de Reactiva Perú, el 98% fueron micro o pequeñas empresas y el 77% no tenía registro de ventas.

Competencia: el mecanismo de subasta del Banco Central para proporcionar liquidez generó competencia. A diferencia de otras subastas, para la asignación de recursos se tomó en cuenta la tasa de interés que los prestatarios pagan a las instituciones

financieras. Así, las instituciones financieras que cobran una tasa más baja a sus clientes son los que obtuvieron los fondos. Esta característica de la subasta indujo competencia entre las instituciones financieras, contribuyendo a acelerar el traspaso de la reducción de la tasa de política al resto de tipos de interés en mínimos históricos, especialmente en el caso de empresas más pequeñas.

Operaciones de reporte con reprogramaciones de carteras de créditos

Se creó un programa de operaciones de reporte que impulsó las reprogramaciones de créditos para promover la consecución de menores tasas de interés y a mayores plazos. A través del uso de estas operaciones, las empresas del sistema financiero pudieron obtener liquidez a cambio de un colateral de alta calidad (valores, moneda extranjera o inclusive cartera crediticia), siempre y cuando cumplan con refinanciar los créditos de sus clientes, en un plazo entre 6 y 48 meses, y que las tasas de interés sean menores a las pactadas inicialmente. Los efectos de estas operaciones se reflejaron en mejores condiciones para los deudores del sistema financiero, quienes pudieron recuperarse más rápidamente del choque negativo en la economía local. El total de operaciones de reporte bajo este programa de reprogramaciones ascendió a S/ 2 474 mil millones al cierre de junio de 2021 (S/ 4 804 millones a diciembre de 2021).

Operaciones condicionadas a la expansión del crédito a largo plazo

El BCRP creó a fines de 2020 un programa de operaciones de inyección de liquidez condicionadas a la expansión del crédito a largo plazo, con el objetivo de potenciar la transmisión del impulso monetario hacia las tasas de interés de largo plazo. Las entidades participantes que cumplían con expandir sus créditos de largo plazo, de acuerdo con ciertos criterios, podían acceder a operaciones de reporte y swaps de tasas de interés.

Los swaps de tasas de interés son instrumentos financieros derivados en los cuales el BCRP asume el compromiso de pagar una tasa de interés variable a cambio del compromiso de la entidad financiera de pagar una tasa de interés fija. Estos instrumentos facilitan la gestión de riesgos de tasas de interés por parte de las entidades financieras, permitiéndoles utilizar sus excedentes de liquidez de corto plazo para realizar préstamos de largo plazo, sin que ello afecte su exposición al riesgo de tasa de interés.

En particular, este programa buscó impulsar el crecimiento del crédito hipotecario, tomando en consideración que la tasa de ahorro privado se incrementó

significativamente durante la pandemia, alcanzando 24% del PBI, la mayor tasa desde que se tiene registro de las series anuales de ahorro e inversión (1970). El total de operaciones de reporte bajo este programa ascendió a S/ 245 millones al cierre de junio de 2021 (S/ 5 540 millones a diciembre de 2021).

Acciones para evitar volatilidad extrema en las tasas de interés de largo plazo y en el tipo de cambio:

La pandemia del COVID-19 incrementó la volatilidad de las monedas emergentes, entre ellas la del Perú, asociada a la volatilidad de los flujos de capitales durante 2020 y a un incremento de las tasas de interés de los bonos del tesoro de EE. UU. en el primer trimestre de 2021. Adicionalmente, factores locales como la incertidumbre política asociada a la vacancia presidencial y al proceso electoral presionaron el tipo de cambio al alza.

Los canales de transmisión de la política monetaria se debilitan cuando los mercados cambiarios y financieros experimentan alta volatilidad en sus cotizaciones (tipo de cambio y tasas de interés). En adición a ello, dado que en la economía peruana aún prevalece la dolarización financiera, reducir la excesiva volatilidad cambiaria contribuye a evitar que se materialicen riesgos asociados a la dolarización, tales como el riesgo cambiario y el de liquidez en moneda extranjera.

Dada la evolución del tipo de cambio, el BCRP participó en el mercado cambiario utilizando los instrumentos que tiene a su disposición para moderar la volatilidad excesiva. Así, entre marzo de 2020 y mediados de abril de 2021 el Banco Central vendió US\$ 2,7 mil millones de dólares en el mercado cambiario para contrarrestar las presiones de demanda de esta divisa. Asimismo, se colocaron instrumentos derivados de venta (swaps cambiarios y certificados de depósito reajustables) por el equivalente a US\$ 9,9 mil millones. Estos swaps cambiarios venta del Banco Central (SCV-BCRP) y los certificados de depósito reajustables (CDR-BCRP) son instrumentos cambiarios que se utilizan para compensar la demanda por cobertura cambiaria, lo cual reduce las presiones al alza del tipo de cambio.

Por otro lado, el BCRP realizó operaciones monetarias con los fondos privados de pensiones con el objetivo de garantizar el normal funcionamiento de los mercados financieros y evitar presiones al alza en las tasas de interés en el mercado de bonos

soberanos y en el tipo de cambio, provenientes de ventas desordenadas de estos títulos para realizar el pago de los retiros de fondos. La venta apresurada de los bonos soberanos para atender estos retiros habría resultado en un menor precio del bono, en perjuicio de la recuperación económica (al subir la tasa de interés) y del valor del fondo de los afiliados. En este contexto, se realizaron operaciones de repo con los fondos de pensiones por S/ 4,9 mil millones para el primer retiro (mayo 2020) y por S/ 1,3 mil millones para el segundo retiro (noviembre 2020).

La respuesta del BCRP al COVID-19 permitió que se mantenga el flujo del crédito a la economía, evitando el quiebre en la cadena de pagos que hubiera agravado el impacto económico de la pandemia. También ha brindado el impulso monetario que ha permitido la recuperación económica observada desde mediados del año 2020.

Como consecuencia de la política monetaria expansiva y del programa de créditos garantizados por el Gobierno, la tasa de crecimiento del crédito al sector privado se aceleró de 6,9% en 2019 a 11,8% en 2020. Como porcentaje del PBI, el saldo de crédito al sector privado subió desde 43,1% del producto en 2019 a 52,9% en 2020. La expansión del crédito fue mayor en moneda nacional debido a los créditos otorgados mediante el programa Reactiva Perú.

La tasa de inflación se incrementó ligeramente entre 2019 y 2020, de 1,90 a 1,97%, ubicándose en el centro del rango meta de inflación del BCRP (entre 1 y 3%). Los determinantes al alza en la inflación provinieron de los mayores costos que se derivaron de las medidas sanitarias, factores de oferta que afectaron a algunos alimentos y el incremento del tipo de cambio. La evolución de la actividad económica por debajo de su potencial se reflejó en la menor inflación sin alimentos y energía, la cual disminuyó de 2,3% en 2019 a 1,8% en 2020.

4. Conclusiones

El esquema actual de política monetaria del BCRP, el cual contempla la meta de inflación y el control de los riesgos asociados a la dolarización, financiera, ha contribuido significativamente al logro de la estabilidad monetaria en los últimos 20 años. A lo largo de este tiempo se han observado distintos eventos, tanto domésticos como externos, que

han puesto a prueba dicho esquema, y ello ha permitido que este evolucione aún más y que se refuerce la credibilidad de la moneda local, coadyuvando de este modo al desarrollo y a la mayor estabilidad de los mercados financieros locales. Asimismo, la ejecución de la política monetaria, junto con el resto de los instrumentos y medidas adicionales para reducir las vulnerabilidades del sistema financiero, tales como el programa de desdolarización y las acciones llevadas a cabo durante la pandemia del COVID-19, han permitido que las expectativas del mercado se mantengan ancladas al rango meta de 1 a 3%. Ello corrobora el éxito del actual esquema, y para ello ha sido crucial que el Banco Central sea autónomo. De cara al futuro, la estabilidad de instituciones como el BCRP hará posible que se alcance un elevado crecimiento económico en el largo plazo.

Apéndice 1: El Marco Integrado de Política aplicado al BCRP

El Marco Integrado de Política es un nuevo paradigma promovido por el Fondo Monetario Internacional (FMI)²⁹, y especialmente diseñado para economías emergentes tales como la peruana. En tal sentido, se toma en cuenta los flujos de capitales internacionales que afectan a la economía local, y las potenciales fuentes de amplificación y propagación de choques macroeconómicos y financieros derivados de este fenómeno.

Los mercados financieros suelen presentar ciertas imperfecciones o vulnerabilidades en economías emergentes, las cuales están directamente relacionadas con su nivel de desarrollo. Por ejemplo, en el caso del tipo de cambio, al no ser los mercados financieros perfectos, las fluctuaciones que se generen libremente en equilibrio podrían no ser adecuadas o saludables para la economía agregada, ya que podrían implicar un cambio brusco en las condiciones financieras, generar mayor volatilidad, y con ello ir en contra de la estabilidad monetaria y financiera.

En consecuencia, esto lleva a los responsables de política económica a intervenir en los mercados, a través de un conjunto de instrumentos adicionales a la tasa de interés de política monetaria, como los siguientes: intervención cambiaria, herramientas macroprudenciales y de manejo de flujo de capitales. El uso de estos instrumentos varía significativamente entre países (en términos de magnitudes y frecuencia), pues se debe tener en cuenta las características específicas de cada economía al momento de diseñar la respuesta óptima de política, y que ello permita alcanzar los objetivos finales de la misma.

En el caso específico del Perú, el esquema de metas explícitas de inflación contempla al mismo tiempo el control de los riesgos de la dolarización, y ello es alcanzado a través de la intervención cambiaria y del uso de encajes diferenciados, los cuales son más altos en dólares. Asimismo, se tienen también herramientas que permiten la inyección o esterilización de la liquidez a distintos plazos, de tal manera que se refuerce la transmisión de la política monetaria. De no haber contado con este conjunto adicional de instrumentos además de la tasa de interés de referencia, no se habrían logrado los objetivos de política y se hubiese debilitado la credibilidad del Banco Central. De hecho, el anclaje de expectativas es crucial para el logro de dichos objetivos, y esto depende de las señales que recibe el mercado sobre las acciones futuras de la autoridad monetaria. Así, si el mercado observa que solamente utilizando la tasa de interés no funcionan los típicos mecanismos de libro de texto, los agentes esperarán que el ente emisor tome

²⁹ FMI (2020) expone la idea general de una combinación apropiada de políticas para preservar la estabilidad macroeconómica y financiera, y que toma en cuenta los aspectos monetarios, cambiarios y macroprudenciales. Adrian y Gopinath (2020) extiende el análisis de FMI (2020) para que sea aplicable a mercados emergentes.

medidas adicionales en función a los desarrollos de los mercados, de modo tal que sea preservada la estabilidad monetaria.

El Perú es entonces un ejemplo palpable del Marco Integrado de Política, en donde la práctica se adelantó a la teoría³⁰, pues la intervención cambiaria activa y el uso de encajes de manera anticíclica, más la inyección de liquidez a plazos largos, datan de episodios previos a la Crisis Financiera Internacional (2008-2009) y la del *tapering* del año 2013. Ello fue consecuencia de la presencia de la dolarización financiera parcial desde los noventa, y a la búsqueda de medidas alternativas para combatir los riesgos inherentes a ella. Más bien, el mencionado Marco Integrado de Política cuenta solamente con documentación reciente³¹, donde se recoge las experiencias de mercados emergentes, las cuales pueden ser muy distintas a las observadas en economías avanzadas.

Un punto importante, y no de menor importancia, en el diseño de política dado este paradigma, es el tema de la comunicación de las acciones al público. Esto es dado que lo más importante es la credibilidad y el anclaje de las expectativas, no sólo importa cuándo se ejecutan las acciones, sino también cuándo y cómo se comunican o anuncian las mismas al mercado. Esto es, y en especial en mercados emergentes, las reacciones del mercado son sumamente importantes para prevenir o mitigar la amplificación y propagación de choques que vayan en contra de la estabilidad monetaria y financiera.

Si bien los movimientos en instrumentos tradicionales, tales como los de la tasa de interés, pueden ser fácilmente entendidos y absorbidos por el público, existe el riesgo de una mayor volatilidad por el poco o nulo entendimiento de los agentes económicos de las medidas implementadas a través de múltiples instrumentos. Por ello, se requiere un esfuerzo adicional en el desarrollo de diversas estrategias de comunicación, como se ha venido observando tanto en el Perú como en el resto de los países latinoamericanos³².

Si bien la documentación de esquemas de política híbridos como el caso peruano es todavía escasa y reciente, ello no implica que este no haya sido exitoso en el logro de sus objetivos. Más bien, las experiencias adquiridas por diversas economías emergentes, como el caso peruano, van a servir de apoyo para la documentación e implementación posterior en otros países con características similares.

³⁰ Ver Borio (2019), que se refiere a la combinación de los esquemas de metas de inflación con la intervención cambiaria y políticas macroprudenciales por parte de los bancos centrales, lo que fue puesto en práctica mucho antes que exista una documentación o marco teórico de referencia.

³¹ Ver Basu et al. (2020) y Adrian et al. (2020) desarrollan los primeros modelos teóricos referidos a este tema.

³² Ver Castillo et al. (2019).

Apéndice 2: El sistema de proyección del BCRP

Con la adopción del régimen de metas explícitas de inflación a comienzos del siglo, el BCRP se compromete a que la inflación se mantenga en el rango meta en el futuro cercano. Para ello, la autoridad monetaria debe actuar de forma anticipada para tomar sus decisiones de política monetaria, utilizando la mejor información disponible y realizando pronósticos sobre la trayectoria de la inflación y sus principales determinantes en un horizonte de proyección de al menos dos años. Por esta razón, el Banco ha puesto bastante relieve en el desarrollo de modelos económicos con el objetivo de realizar análisis de política, así como proyecciones macroeconómicas³³.

Con el objetivo de sustentar las decisiones de política monetaria, el BCRP tiene un sistema integrado de proyección macroeconómica, al cual aportan todas las áreas de la Gerencia Central de Estudios Económicos. El proceso de proyección es una actividad que se realiza en forma continua todos los meses y sirve de base para la toma de decisiones de política monetaria del Banco³⁴. El Directorio del BCRP se reúne una vez al mes para decidir sobre sus acciones de política monetaria de acuerdo con la información proveniente de este proceso de proyección. Asimismo, estas proyecciones se comunican al público en general en forma trimestral a través del Reporte de Inflación.

La elaboración de las proyecciones del Banco tiene varias etapas y tareas. Por un lado, se recopila información reciente sobre la situación actual de la economía nacional; se realizan encuestas sobre las expectativas de los agentes económicos tanto de variables macroeconómicas como inflación, tipo de cambio y crecimiento, como de variables microeconómicas como la confianza de los empresarios, los planes de inversión, etc.; y se hace seguimiento a indicadores adelantados de la actividad económica, como consumo de energía eléctrica, despachos locales de cemento, etc. con el objetivo de realizar proyecciones inmediatas del nivel de actividad económica (ver el Gráfico 14-20 para obtener un resumen descriptivo del proceso).

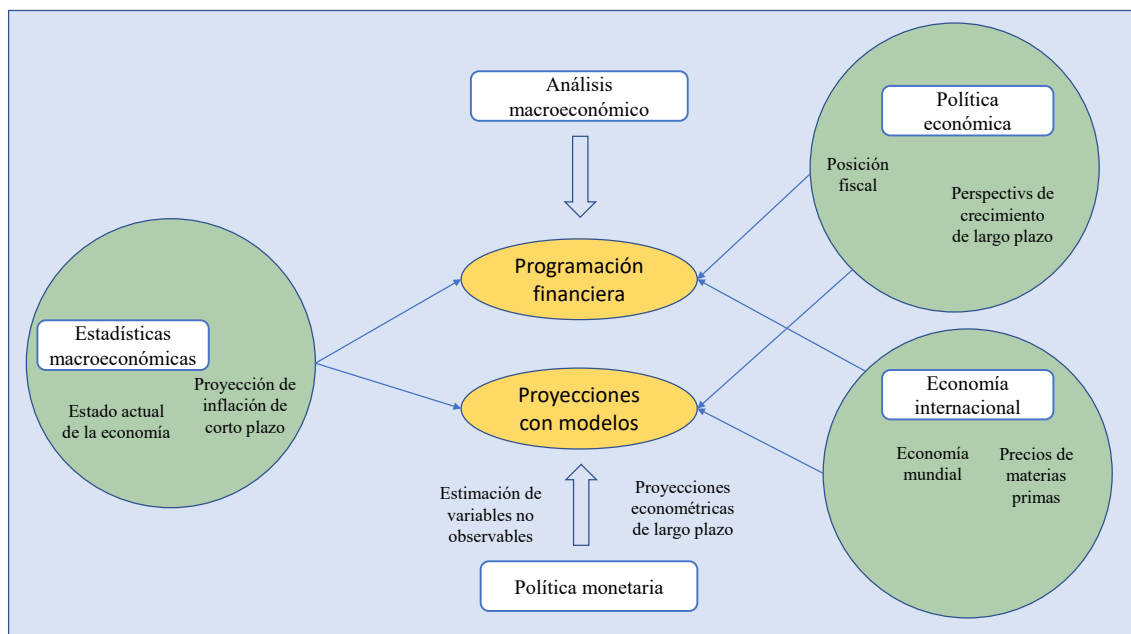
Por otra parte, también se hace vigilancia y se realizan proyecciones de los desarrollos de la economía mundial y de variables relevantes asociadas al entorno externo, como son el precio de las materias primas de exportación y las tasas de interés internacionales. Igualmente, se hace seguimiento y se generan pronósticos de la posición

³³ Consecuentemente, en el año 2003 se crearon el Departamento de Modelos Macroeconómicos y la Subgerencia de Investigación Económica (bajo la categoría inicial de Unidades), que tienen como funciones principales las de desarrollar proyecciones macroeconómicas para la toma de decisiones de política monetaria, desarrollar modelos de proyección y brindar soporte analítico a las decisiones del Banco.

³⁴ El principal instrumento operativo del Banco es la tasa de interés de referencia, que sirve de guía para la tasa de interés interbancaria en moneda nacional y para el resto de las tasas de interés del sistema financiero. El directorio del BCRP en su reunión mensual decide sobre el nivel de la tasa de interés de referencia. Adicionalmente, el Banco puede anunciar otras medidas de política monetaria, como por ejemplo cambios en los requerimientos de encaje.

de la política fiscal, así como el crecimiento potencial de largo plazo para la economía peruana.

Gráfico 14-20



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

Toda esta información es compilada por el Departamento de Modelos Macroeconómicos de la Gerencia Central de Estudios Económicos para realizar proyecciones de la inflación y otras variables macroeconómicas en un horizonte de hasta dos años. En estos ejercicios se analizan los efectos de distintas secuencias de medidas de política monetaria, en particular la tasa de interés de referencia, sobre la proyección de inflación. Para realizar estos ejercicios, se utiliza principalmente un modelo semi-estructural que captura la dinámica de los datos de la economía peruana llamado Modelo de Proyección Trimestral (MPT) y se utilizan otros modelos satélites, como, por ejemplo, modelos de equilibrio general dinámico y estocástico³⁵ y modelos para la estimación de

³⁵ Para detalles ver Vega et al. (2009), Castillo et al. (2009) y Winkelried (2013).

variables no observables como el tipo de cambio real de equilibrio, el producto potencial y la tasa natural de interés.

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

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

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

REFERENCIAS

- Adrian, T., Erceg, C., Lindé, J., Zabczyk, P. & J. Zhou (2020). A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/122.
- Adrian, T. & Gopinath, G. (2020). Toward an Integrated Policy Framework for Open Economies. IMF Blog.
- Basu, S., Boz, E., Gopinath, G., Roch, F. & F. Unsal (2020). A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper No. 20/121.
- Armas, A., Grippa, F., Quispe, Z., & Valdivia, L. (2001). De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: El caso peruano, *Estudios Económicos*, 7, 7-23.
- Armas A. (2009). Crisis financiera internacional y el crédito en el Perú, *Moneda*, 142, 18-21
- Armas, A., Castillo, P. & Vega, M. (2014). Inflation targeting and Quantitative Tightening: Effects of Reserve Requirements in Peru, *Economía*, 15(1), 133-175.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2007), Reporte de Inflación. Enero.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2008), Reporte de Inflación. Mayo.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2009). Reporte de Inflación. Diciembre.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2011), Reporte de Inflación. Junio.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2013), Reporte de Inflación. Diciembre.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2014a). Reporte de Inflación. Abril.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2014b). Memoria 2013.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2015). Memoria 2014.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2021). Memoria 2020.
- Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model. *Journal of Political Economy*, 91(4), 589–610.
- Borio, C. (2019), Monetary policy frameworks in EMEs: practice ahead of theory. Discurso BIS - 30 de junio 2019.
- Castillo, P., Pérez Forero, F. & Tuesta, V. (2011). Los Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Perú. *Estudios Económicos*, 21, 41-63.
- Castillo, P. & Pérez Forero, F. (2019). La Política Monetaria del BCRP y la tasa de interés de la FED, *Moneda*, 177,4-6.

- Castillo, P., Herrada, R., Montoro, C. & Pérez Forero, F. (2019), La comunicación de la política monetaria en los bancos centrales de América del Sur, Documento de Trabajo 2019-011, BCRP.
- Castillo, P., Montoro, C. & Tuesta, V. (2009), Un modelo de equilibrio general con dolarización para la economía peruana, *Estudios Económicos*, 17, 9-50.
- Castillo, P., Vega, H., Serrano, E. & Burga, C. (2016). De-dollarization of credit in Peru: The role of unconventional monetary policy tools. Documento de Trabajo 2016-2, BCRP.
- Choy, M. (2015). Desdolarización del crédito: todos ganan. *Moneda*, 165, 11-14
- Contreras, A., Gondo, R., Oré, E. & Pérez Forero, F. (2019), Evaluando el impacto de las medidas de desdolarización del crédito en el Perú, Documento de Trabajo 2019-005.
- Durán-Vanegas, J. (2016). Un análisis de la efectividad de las intervenciones cambiarias en el Perú. *Estudios Económicos*, 31, 45-57.
- Ehrmann, M. (2021). Point targets, tolerance bands or target ranges? Inflation target types and the anchoring of inflation expectations, *Journal of International Economics*, 132, 103514.
- FMI (2020), Toward an Integrated Policy Framework. IMF Policy Paper No. 2020/046.
- Humala, A. & Rodríguez, G. (2009). Foreign exchange intervention and exchange rate volatility in Peru, Documento de Trabajo 2009-008, BCRP.
- Kydland, F. & Prescott, E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85(3), 473-91.
- Lahura, E. & Vega, M. (2013). Asymmetric effects of forex intervention using intraday data: evidence from Peru, BIS Working Papers 430.
- Montoro C. & Moreno, R. (2011), The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America, BIS Quarterly Review Marzo 2011.
- Mundaca, G. (2011). How does public information on central bank intervention strategies affect exchange rate volatility?, Worldbank - Policy Research Working Paper 5579.
- Pérez Forero, F. & Vega, M. (2014), The Dynamic Effects of Interest Rates and Reserve Requirements, Documento de Trabajo 2014-018, BCRP.
- Pérez Forero, F., Quispe, Z. & Rodríguez, D. (2016), Independencia del Banco Central y Estabilidad de Precios, *Moneda*, 166, 21-28.
- Pérez Forero, F. (2017), El rango meta de inflación y la efectividad de la política monetaria en el Perú, *Moneda*, 169, 13-17.

- Pérez Forero, F. (2022). Exchange Rate Volatility in LATAM: Common and Idiosyncratic Factors. Documento de Trabajo 2022-001, BCRP.
- Quispe, Z., León, D. & Contreras, A. (2009), La crisis global 2007-2009 y la Política Monetaria del Banco Central de Reserva del Perú, *Moneda*, 139, 23-33.
- Rossini, R. & Vega, M. (2007). El mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de dolarización financiera: El caso del Perú entre 1996 y 2006. *Estudios Económicos*, 14, 11-32.
- Salas, J., & Vega, M. (2007). Nueva meta de inflación en el Perú: 2%. *Moneda*, 135, 30-35.
- Vega, M., Bigio, S., Florián, D., Llosa, G., Miller, S., Ramírez, N., & Winkelried, D. (2009). Un modelo semi-estructural de proyección para la economía peruana, *Estudios Económicos*, 17, 51-83.
- Winkelried, D (2013). Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: actualización y novedades, *Estudios Económicos*, 26, 9-60.

Página en blanco

CAPÍTULO 15

LOS RETOS DE LA BANCA CENTRAL PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS¹

Julio Velarde

La pandemia del COVID-19 ha sido uno de los eventos más severos e inesperados que ha experimentado el mundo en los últimos años. Muchos gobiernos respondieron con un conjunto de medidas sanitarias y de política económica que buscaron minimizar tanto las pérdidas humanas como las económicas. En esta línea, muchos bancos centrales reaccionaron con rapidez asumiendo posiciones claramente expansivas con la finalidad de reducir los efectos negativos sobre los mercados de bienes y, en particular, sobre los mercados financieros. A casi tres años del inicio de la pandemia el reto de los bancos centrales de cara al futuro exige un manejo adecuado de este estímulo monetario en un contexto de recuperación de la actividad económica, fuertes presiones inflacionarias y — en algunos casos— desanclaje de expectativas de inflación.

Pero este no es el único reto que tendrán que enfrentar los bancos centrales en el futuro cercano. También se ha observado el surgimiento de nuevas tendencias mundiales que marcarán la agenda y las acciones de las autoridades monetarias en los próximos años. Una de ellas, sin duda alguna, es la creación de monedas digitales emitidas por los bancos centrales (CBDC por sus siglas en inglés). Otro tema importante y de reciente

¹ Elaborado por Erick Lahura. Parte de este capítulo se basa en la presentación de Julio Velarde el día 24 de noviembre de 2021, en el evento “Jornada Monetarias y Bancarias 2021” organizado por el Banco Central de la República Argentina.

discusión es la manera en que la desigualdad económica puede limitar la efectividad de la política monetaria. Finalmente, el cambio climático es otro de los factores que plantea desafíos futuros, no solo para los bancos centrales sino también para los responsables de política en todo el mundo.

El éxito de nuestra política monetaria para enfrentar estos retos futuros dependerá de que podamos mantener un conjunto de principios básicos, los cuales describiré en la primera parte de este capítulo. Luego analizaré la importancia del ciclo financiero para la efectividad de las acciones de política monetaria. Finalmente, reflexionaré sobre los principales retos que los bancos centrales enfrentarán en el futuro cercano.

1. Principios para una política monetaria exitosa

Autonomía y mandato único

La autonomía de un banco central y un mandato único son dos elementos importantes para lograr la estabilidad monetaria. La autonomía es una condición necesaria para que la política monetaria se sustente en criterios técnicos y no sufra interferencias políticas, lo cual también contribuye a incrementar su credibilidad. Por su parte, la evidencia muestra que un banco central con un mandato único de estabilidad monetaria tiende a ser exitoso en su cumplimiento. Durante los años setenta, muchos bancos centrales tenían mandatos amplios que incluían múltiples metas, cuyo cumplimiento entraban en conflicto. Sin embargo, una lección proveniente de la elevada inflación observada en los setenta y ochenta es que los bancos centrales deben centrarse en cumplir un solo objetivo: la estabilidad de precios.

La Constitución Política del Perú (artículo 84) establece que el BCRP es una institución pública autónoma y que su única finalidad es preservar la estabilidad monetaria. Este marco legal ha permitido que el BCRP sea exitoso en el cumplimiento de su misión. Creo que cuando los objetivos son más precisos y claros, el Banco Central puede desempeñarse mejor pues los esfuerzos de los funcionarios del Banco pueden enfocarse a una tarea concreta. En el BCRP tenemos como objetivo único la estabilidad de precios, el cual es consistente con un régimen de metas explícitas de inflación adoptado desde principios de este siglo. Siempre se discute si se debería incluir algún otro objetivo

como en otros países, como por ejemplo una meta de desempleo o de actividad económica. Hasta ahora no lo hemos hecho; sin embargo, consideramos que el manejo de la política monetaria no sería muy distinto si incluyéramos algún objetivo adicional.

El mandato único de estabilidad monetaria ha sido muy importante para lograr que la inflación en el Perú sea baja y estable durante más de 20 años. Entre los años 1962 y 1992 el banco central tuvo mandatos múltiples, que incluyeron promover el desarrollo y crecimiento económico, y en el cual se permitió además el financiamiento al Tesoro Público, lo cual derivó en niveles de inflación extremadamente altos y volátiles. El mandato único permite a la autoridad monetaria concentrarse en el objetivo de control de la inflación, aislándola de presiones políticas para el cumplimiento de otros fines que pudieran ir en contra de la estabilidad de precios. De esta forma se eliminan los problemas de sesgo inflacionario (tendencia a permitir un aumento de la inflación para lograr una expansión económica de corto plazo que finalmente no es sostenible y solo genera mayor inflación) y de inconsistencia temporal o dinámica (cuando se incumple el compromiso inicial de inflación baja para cumplir otro objetivo, lo que reduce la credibilidad del banco central).

Credibilidad, anclaje de expectativas, contra ciclicidad y control de riesgos

Un elemento indispensable para lograr la estabilidad de precios es la credibilidad, la cual toma mucho tiempo para construirse y que, por desgracia, puede desaparecer rápidamente. En el caso del Perú, la credibilidad del BCRP se ha construido a partir de su autonomía constitucional y nos ha permitido tener una de las tasas de inflación más bajas en la región en lo que va de este siglo. Incluso en periodos como el de la crisis financiera internacional, tuvimos la segunda tasa más baja entre los mercados emergentes y la más baja durante el año en que se declaró la pandemia del coronavirus.

Otro principio importante es mantener ancladas las expectativas de inflación. Como resultado de la expansión monetaria y fiscal durante la pandemia del COVID-19 y de los choques de oferta mundiales, muchos países han registrado elevados y persistentes niveles de inflación. Gran parte de este repunte inflacionario se debe a choques de cotizaciones internacionales de alimentos y petróleo y que, aunque subiéramos la tasa de

interés a 20%, esto no afectará el precio del petróleo o de los alimentos. Sin embargo, lo que nos preocupa es que las expectativas se desvíen de la meta.

Un tercer principio tiene que ver con la posición contracíclica de la política monetaria, esto es, la tasa de interés debe subir cuando la economía se sobrecalienta y debe disminuir cuando se debilita. Este principio lo aplicó William McChesney Martin Jr., el Presidente de la Reserva Federal que más tiempo ha ocupado ese puesto, y se resume en su famosa frase: “el trabajo del Banco Central es quitar el licor cuando la fiesta recién está comenzando”. La aplicación de este principio es complicada pues puede generar presiones políticas sobre el banco central, incluso en países como Estados Unidos donde su autonomía está reconocida, como le sucedió a William McChesney Martin con el presidente Lyndon Jhonson y a Arthur Burns con el presidente Richard Nixon.

A través de una política contracíclica, el banco central puede realizar acciones para apoyar la recuperación de la economía en épocas de recesión y evitar sobrecalentamientos de la misma en épocas de crecimiento insostenible del gasto. Estas acciones de estabilización de la demanda son consistentes con el control de la inflación, ya que una recesión económica prolongada puede llevar a una deflación (caída de precios por falta de demanda). Asimismo, un crecimiento insostenible de la demanda puede llevar a un espiral inflacionario y con ello a incumplir con la estabilidad monetaria. De esta forma, un banco central que aplica una política monetaria contracíclica favorece una evolución de la actividad económica menos volátil, lo que en el largo plazo favorece la inversión y el crecimiento del PBI potencial. En el Perú, la política monetaria ha respondido activamente a diferentes choques adversos a nuestra economía, como la Crisis Financiera Global y la pandemia del COVID-19, buscando evitar que se interrumpa la cadena de pagos o reducir situaciones de alta volatilidad en los mercados financieros. La evidencia empírica muestra que esta política monetaria anticíclica del BCRP ha contribuido a moderar los ciclos económicos y crediticios y recuperar la confianza en la moneda nacional.

El cuarto principio consiste en aplicar una estrategia de control de riesgos. El Banco Central tiene que ponerse siempre en el peor escenario: “desear lo mejor, pero prepararse para lo peor”. Es muy importante diseñar los instrumentos para poder reaccionar con rapidez y efectividad ante nuevos escenarios.

El incumplimiento de estos principios básicos debilita la política monetaria y puede generar la tentación de seguir otro tipo de políticas para controlar la inflación, con consecuencias no deseadas.

2. El ciclo financiero y la política monetaria

Un sesgo usual en la evaluación de la política monetaria es asumir que las fluctuaciones económicas se deben a choques exógenos; sin embargo, estas suelen ser endógenas, amplificadas por el ciclo financiero. Debido a esto, para un banco central es muy importante distinguir los ciclos financieros de los ciclos económicos, algo que a veces no es tan fácil.

Cuando hay euforia, el aumento de la tasa de interés necesario para detenerla probablemente sea muy grande. Por eso, lo recomendable es aplicar medidas macroprudenciales como el control de riesgos. Como lo señala Borio (2014), el ciclo financiero denota “interacciones entre percepciones de valor y riesgo, actitudes hacia el riesgo y restricciones financieras, las cuales se refuerzan mutuamente y se traducen en expansiones seguidas de contracciones”. Y son estas interacciones las que “pueden amplificar las fluctuaciones económicas y posiblemente conducir a graves dificultades financieras y asignaciones económicas erradas.”

Existe la tendencia a pensar que todo está bien, la cual está asociada a una confianza excesiva en que los mercados siempre asignan bien los recursos y se arreglan solos. Esta situación se experimentó en el Perú a finales de los años noventa. En el primer semestre de 1998, la expansión de crédito estuvo financiada 50% por líneas de corto plazo del exterior; obviamente era insostenible, pero la creencia era que los bancos del exterior sabían cuando prestar y que los bancos locales sabían cuánto podían prestarse y cuánto podían prestar localmente sin tanto riesgo. Esta confianza en que el mercado se arregla solo es un riesgo y es una de las razones por las cuales un banco central tiene que tomar medidas macroprudenciales.

La evidencia muestra que los auges financieros han precedido a las recesiones. Si no se toma en cuenta el ciclo financiero, la política monetaria puede exacerbar las fluctuaciones económicas, generando episodios de auge y expansión. La evidencia reciente nos muestra que las recesiones son el resultado no tanto de las acciones de política monetaria sino de su inacción, el hecho de no actuar para moderar los ciclos financieros.

Antes de la crisis financiera internacional de 2007-2008, el reconocimiento de la importancia del ciclo financiero y la política macroprudencial era casi nulo. Sin embargo, nuestra propia historia de crisis financieras en economías emergentes nos ha hecho internalizar mucho antes que en economías avanzadas la importancia del ciclo financiero. Y fue solo después de la crisis financiera internacional que el término macroprudencial se hizo muy popular. Si bien debemos incorporar la realidad de las finanzas en los modelos macroeconómicos, también debemos tener la capacidad de reaccionar rápidamente, ponernos en los peores escenarios y tomar decisiones con la teoría como guía y no como dogma de fe.

Tal como indique anteriormente, en el caso peruano, la política monetaria se conduce bajo un régimen de metas explícitas de inflación, con un rango meta entre 1 y 3%, pero que toma en cuenta explícitamente la necesidad de la estabilidad macrofinanciera. Progresivamente se ha ido reconociendo la utilidad de tener una meta expresada como un rango en vez de una meta puntual para anclar las expectativas. Respecto a la estabilidad macrofinanciera, esta se basa en el control de los riesgos que aparecen por la dolarización de la economía. El riesgo de liquidez lo controlamos a través de la acumulación preventiva de reservas internacionales y encajes a obligaciones en moneda extranjera, mientras que el riesgo cambiario o efecto hoja de balance se enfrenta a través de las intervenciones cambiarias. Además, hemos introducido un esquema de desdolarización a través de la aplicación progresiva de encajes adicionales a los créditos en moneda extranjera, con el objetivo de desacelerar su crecimiento, pero no de manera abrupta.

En Perú, la intervención cambiaria y el uso de herramientas macroprudenciales como los encajes ha permitido moderar el ciclo financiero. La tasa de interés de referencia sigue siendo nuestro instrumento principal, pero nosotros hemos usado el encaje como un

instrumento complementario para controlar la expansión del crédito cuando hemos preferido no subir la tasa de interés y atraer más capitales.

La posición de la academia y de la comunidad internacional sobre la intervención cambiaria ha cambiado mucho en los últimos años. La teoría consideraba que un régimen cambiario flexible con intervención cambiaria era insostenible. Sin embargo, la experiencia de muchos países, incluido el Perú, demostró que esto no era así. Es decir, la práctica se adelantó a la teoría. Nuestras economías son muy pequeñas en comparación a los fondos que manejan los mayores administradores de portafolios del mundo, y si no tratamos de moderar de alguna forma la volatilidad generada por esos flujos de capitales, estos pueden tener consecuencias enormes en la asignación de recursos. Además del BCRP, los bancos centrales asiáticos también han intervenido en sus mercados cambiarios para mitigar riesgos que consideran importantes para sus países. Estas experiencias han hecho que organismos internacionales como el Banco Internacional de Pagos (BIS por sus siglas en inglés) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) reconozcan los beneficios de la intervención cambiaria (FMI, 2020).

3. Los retos futuros

El control de la inflación post pandemia

El gran reto inmediato de los bancos centrales es el control de los elevados niveles de inflación que se vienen observando luego de la pandemia del COVID-19. Esta inflación ha sido generada por restricciones de oferta y una rápida recuperación de la demanda agregada luego de que se levantarán la mayoría de las medidas de confinamiento a nivel mundial, todo lo cual ha generado un aumento de precios, principalmente de alimentos y energía. Desde el inicio de la pandemia, los costos de transporte marítimo han mostrado una sostenida y marcada tendencia al alza a nivel global, lo cual ha afectado directamente a los precios internacionales. Estamos en una situación similar a la de 2008. Sin embargo, en ese momento la inflación se controló por la recesión que vino después de la caída de Lehman-Brothers.

Debemos estar siempre alertas pues existe el riesgo de que se lleguen a desanclar las expectativas y se genere un espiral inflacionario como ocurrió durante la década de

1970 en economías como Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Japón, un país que tenía una historia de baja inflación, llegó a registrar una inflación mayor a 24% a mediados de los setenta, pues al ser una inflación de oferta no reaccionaron para no frenar la economía; sin embargo, tuvieron que reaccionar después y frenar la economía. El Reino Unido llegó a registrar más de 26% de inflación, mientras que Alemania sí se preocupó de controlar la inflación y pudo resistir mejor. Estados Unidos también reaccionó un poco tarde y tuvo que hacerlo con fuerza con Volcker, lo cual llevó a América Latina a una crisis de deuda externa en América Latina a inicios de los ochenta.

Esto no significa que debemos reaccionar exageradamente ante una inflación de oferta recesando la economía, pues el remedio sería peor que la enfermedad. Debemos ser prudentes y aprender de la historia. La comunicación del Banco Central se ha convertido en una herramienta importante para reforzar la credibilidad de los bancos centrales y los efectos de la política monetaria. En los últimos años, especialmente desde el inicio de la pandemia del COVID-19, varios bancos centrales han puesto en práctica el denominado *forward guidance*, que consiste en la información que se incluye en el comunicado de política monetaria para dar señales sobre las acciones futuras en el horizonte de proyección. Una comunicación clara es una herramienta complementaria para el anclaje de las expectativas de inflación, especialmente si abarca a una audiencia amplia.

La dominancia fiscal

Los mayores niveles de deuda y de déficit como consecuencia de la pandemia del COVID-19 pueden generar presiones de dominancia fiscal en los próximos años. Los potenciales incrementos en las tasas de interés para controlar la inflación pueden causar presiones fiscales a través del mayor costo por el servicio de deuda. El riesgo es que la dominancia fiscal, como sucedió hace varios años en nuestra historia, genere un aumento de la inflación, se acentúen los ciclos y se deterioren los servicios públicos. La experiencia nos muestra que el deterioro de la calidad de la educación y la salud pública están asociados a períodos en los que no era posible financiar el gasto público, lo cual implicó un ajuste en la calidad del gasto.

Si bien el nivel de endeudamiento del Perú es más bajo que en otros países de la región, este es un riesgo que tenemos presente por la magnitud de los déficits que hemos incurrido por el COVID-19, por las cicatrices que han quedado del pasado y por las presiones para gastar que podrían existir.

Moneda digital del Banco Central (CBDC)

El volumen negociado de las criptomonedas ha llegado a ser mayor que el de algunas monedas nacionales. Sin embargo, su cotización es mucho más volátil, por lo que su uso como medio de pago podría afectar la potencia de transmisión de la política monetaria.

En realidad, solo me preocupan las que tratan de mantener la paridad con una moneda fuerte y que son producidas por las grandes empresas tecnológicas mundiales. En este caso existe el riesgo de que los bancos centrales pierdan soberanía monetaria. Por estas y otras razones muchos bancos centrales estamos evaluando y algunos trabajando en una moneda digital emitida por el Banco Central (CBDC).

La forma del diseño de una moneda digital afectaría el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Una alternativa es que la moneda digital solo reemplace al efectivo dado que su demanda no es muy grande por persona.

Además de trabajar la arquitectura informática requerida, existen retos asociados al uso y gobierno adecuado de datos privados, además de asegurar la integridad del sistema de pagos para minimizar su uso para actividades ilegales como el lavado de dinero y ataques cibernéticos. La emisión de las dos primeras monedas digitales en Las Bahamas y Jamaica es el inicio de una nueva tendencia. Definitivamente, todos los bancos centrales vamos a aprender de lo que hagan los otros bancos centrales al respecto.

Desigualdad y política monetaria

La principal contribución del Banco Central a la reducción de la desigualdad es a través del control de la inflación. En el caso del Perú, el episodio hiperinflacionario de finales de los años ochenta del siglo pasado, originado por el financiamiento del gasto público a través de emisión de dinero, impactó negativamente en el bienestar de todas las personas

y principalmente en el de aquellas con menores recursos, aumentando así la desigualdad del ingreso.

El debate sobre los posibles efectos de la política monetaria ha cobrado importancia en años recientes. La literatura empírica sobre el posible impacto de la política monetaria convencional y no convencional en la desigualdad de ingresos y riqueza arroja conclusiones mixtas². Sin embargo, uno de los consensos es que la desigualdad aumenta cuando las tasas de inflación son más altas, pues perjudica con mayor severidad a los más pobres.

Las tendencias a largo plazo en la desigualdad están asociadas a fuerzas estructurales que escapan de la política monetaria, como por ejemplo el avance tecnológico (al aumentar en términos relativos la demanda por trabajadores calificados) y la globalización (al desplazar a grupos de trabajadores que pierden su ventaja comparativa)³. Por ello, la política monetaria no tiene la responsabilidad ni las herramientas para abordar la desigualdad estructural, para esto son esenciales políticas estructurales que permitan un aumento de productividad, como educación y salud.

² Por ejemplo, Coibion et al. (2017) y O’Farrell et al. (2016) muestran que un choque contractivo de política monetaria genera un aumento de la desigualdad de ingresos al reducir la inflación y aumentar la deuda real de los prestatarios (canal del ahorro). Por otro lado, Mumtaz y Theophilopoulou (2020) y Albert et al. (2020) encuentran evidencia de que una política monetaria expansiva aumenta la desigualdad de la riqueza a través del canal de portafolio, pues el aumento del precio de activos beneficia a las personas de mayores ingresos quienes usualmente cuentan con un portafolio de activos

³ Ver BIS (2021).

El cambio climático y el banco central

El cambio climático es un fenómeno mundial y los bancos centrales no son ajenos a sus efectos, pues genera riesgos que al materializarse afectan la economía y al sistema financiero. Por ejemplo, el incremento de la frecuencia y magnitud de diferentes fenómenos naturales adversos afectan directamente la producción de alimentos, lo cual tiene un impacto directo sobre la inflación y por ende sobre las decisiones de los bancos centrales. En este caso, la estabilidad financiera también se ve comprometida si la capacidad de pago de los prestamistas y sus inversiones se ven negativamente afectadas.

Esta preocupación motivó la creación de la Red de Bancos Centrales y Supervisores para la Ecologización del Sistema Financiero o NGFS (*Network for Greening the Financial System*) en diciembre de 2017, con el objetivo de ayudar a fortalecer desde el sistema financiero la respuesta global requerida para cumplir con los objetivos del Acuerdo de París para lograr un desarrollo ambientalmente sostenible⁴. Específicamente, el NGFS busca promover mejores prácticas en el sector financiero que contribuyan al desarrollo de la gestión de riesgos relacionados con el clima y el medio ambiente, y movilizar capital para inversiones verdes y bajas en emisiones de carbono.

En línea con el NGFS y los avances de los principales bancos centrales, tenemos el reto de contribuir en el análisis de las implicancias que tendrá la incorporación de los riesgos del cambio climático en nuestra operatividad y decisiones de política monetaria. Weber y Calza (2021) plantean una selección de alternativas para ajustar los marcos operativos de los bancos centrales a los riesgos relacionados con el clima. Por ejemplo, una alternativa consiste en que la tasa de interés de las operaciones de inyección de los bancos centrales sea menor si los fondos se destinan a financiar actividades que contribuyan a mitigar el cambio climático.

⁴ En el “*One Planet Summit*” de París en diciembre de 2017, ocho bancos centrales y supervisores establecieron la Red de Bancos Centrales y Supervisores para Ecologizar el Sistema Financiero (NGFS): Banco de México, Banco de Inglaterra, Banque de France y Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), De Nederlandsche Bank, Deutsche Bundesbank, Finansinspektionen (la FSA sueca), Autoridad Monetaria de Singapur, Banco Popular de China. Desde entonces, la membresía de la Red ha crecido dramáticamente en los cinco continentes, con 89 miembros y 13 observadores al 19 de marzo de 2021. Más detalles en: <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose> .

4. Reflexiones finales

Mi experiencia de 16 años como presidente del BCRP me enseña que hay que actuar con prudencia, a nivel técnico y político. Considero que los bancos centrales debemos estar preparados para distintos escenarios, pues las crisis que se vienen siempre son diferentes a las anteriores. Necesitamos tener la agilidad para identificar oportunamente las crisis y poder reaccionar oportunamente, usando la teoría como referencia y no como dogma de fe. El éxito de la política monetaria para enfrentar los retos futuros dependerá de que podamos mantener los principios planteados en este capítulo y del seguimiento del ciclo financiero.

REFERENCIAS

- Albert, J. F., Peñalver, A., & Perez-Bernabeu, A. (2020). The effects of monetary policy on income and wealth inequality in the US Exploring different channels. *Structural Change and Economic Dynamics*, 55, 88-106.
- BIS. (2021). The distributional footprint of monetary policy. Speech by Claudio Borio Head of the Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements. Bank's Annual General Meeting – Basel, 29 June 2021.
- Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance*, 45, 182-198.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kueng, L., Silvia, J. (2017). Innocent bystanders? Monetary policy and inequality, *Journal of Monetary Economics*, 88, 70 - 89.
- FMI (2020). Toward an Integrated Policy Framework. IMF Policy Paper No. 2020/046.
- Mumtaz, H., & Theophilopoulou, A. (2020). Monetary policy and wealth inequality over the great recession in the UK. An empirical analysis. *European Economic Review*, 130, 103598.
- O'Farrell, R., Rawdanowicz, Ł., & Inaba, K. I. (2016). Monetary policy and inequality. OECD Economics Department Working Paper 1281
- Weber, P. F., & Calza, A. (2021). Adapting Central Bank Operations to a Hotter World Reviewing some Option. Network for Greening the Financial System. WU Vienna Institute for Ecological Economics.