



# En búsqueda de un desarrollo integral

— ● —  
**20 ensayos  
en torno al Perú del  
Bicentenario**

**Arlette Beltrán  
Cynthia A. Sanborn  
Gustavo Yamada  
EDITORES**



Fondo  
Editorial



UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO

# En búsqueda de un desarrollo integral



20 ensayos  
en torno al Perú del  
Bicentenario

Arlette Beltrán  
Cynthia A. Sanborn  
Gustavo Yamada  
EDITORES



Fondo  
Editorial



UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO

# El largo camino hacia la estabilidad macroeconómica<sup>1</sup>

MARCO ORTIZ Y DIEGO WINKELRIED<sup>2</sup>

La actual crisis sanitaria ha evidenciado que, en el Perú, la política económica presenta dos caras marcadamente distintas. A nivel macroeconómico, nuestra economía sigue siendo una de las más sólidas en mercados emergentes, con décadas de crecimiento por encima de sus pares, auspiciado por un manejo monetario y fiscal responsable y exitoso. En cambio, a nivel microeconómico y social, el país sigue ahogado en la informalidad y adolece de una marcada precariedad en la provisión de servicios públicos.

La estabilidad macroeconómica es una condición absolutamente necesaria para el desarrollo económico del país. Sin ella, no es posible plantear reformas ni políticas que mejoren a largo plazo las condiciones de vida de los peruanos. Los datos muestran sin ambigüedades que, a pesar de que los peruanos aún sufrimos de numerosas carencias, es durante las décadas de estabilidad macroeconómica cuando se han logrado los mayores avances en la reducción de la pobreza, el acceso a servicios públicos, la creación de empleo formal y la mejora en diversos indicadores sociales. Al contrario, ante la ficción de obtener soluciones inmediatas o ante el deseo de obtener ganancias políticas de corto plazo, en el pasado, los Gobiernos recurrieron de manera reiterada a recetas populistas y a una excesiva intervención en la economía, lo que nos alejó de la senda del desarrollo económico y nos empobreció.

---

<sup>1</sup> A la memoria de Renzo Rossini: consejero, amigo, maestro.

<sup>2</sup> Agradecemos los interesantes comentarios de Marco Vega y de Gonzalo Pastor, que enriquecieron el contenido de este ensayo. Cualquier error u omisión, así como las opiniones aquí vertidas, son de nuestra entera responsabilidad.

El gran reto que enfrentamos en el Bicentenario es el diseño y promoción de las reformas necesarias para atender las brechas sociales, que son aún amplias y urgentes, pero sin comprometer el marco macroeconómico que ha promovido exitosamente los avances de las últimas décadas. La revisión de nuestra historia deja en claro que la estabilidad macroeconómica del último cuarto de siglo es uno de los mayores logros de los peruanos en su segunda centuria y debe ser nuestra acompañante en el camino hacia la modernidad y la prosperidad a las que aspiramos para nuestra tercera centuria.

## **1. Introducción**

El Bicentenario de la Independencia del Perú nos brinda la oportunidad de reflexionar sobre la evolución de las políticas públicas seguidas durante nuestra vida republicana. En este capítulo, nos centramos en la política macroeconómica, con cierto énfasis en la política monetaria.

Si bien es cierto que la sociedad peruana cambió de manera significativa desde la Independencia, las características fundamentales de nuestra economía se han mantenido. Como economía pequeña y abierta, siempre hemos estado sujetos a los vaivenes de los mercados internacionales, sobre todo de los precios de bienes primarios, como productos mineros y agrícolas, que constituyen nuestra oferta exportable. Asimismo, siempre hemos requerido del comercio exterior, ya que muchos de los insumos utilizados en nuestras industrias, así como los equipos y la tecnología necesarios para su correcto funcionamiento, son de origen extranjero.

Por otro lado, el crecimiento poblacional, la modernización de la sociedad peruana, la necesidad de integrar regiones separadas por una geografía adversa, y las exigencias de una clase media emergente en cuanto a la provisión de educación, salud y seguridad alimentan una permanente demanda por infraestructura y servicios públicos. Para generar los recursos que permitan atender estas necesidades, es imprescindible lograr un crecimiento económico alto y sostenido, lo que requiere de inversión. En el balance entre nuestras carencias y nuestra capacidad de generar excedentes, tal inversión nunca ha podido ser completamente cubierta por el ahorro interno, sino que precisa del ahorro externo. Ello nos convierte en un demandante neto de financiamiento en los mercados de capitales internacionales.

Surge una pregunta central: dada la estructura de la economía peruana, ¿cuáles son las políticas macroeconómicas y los arreglos institucionales que permiten generar de manera sostenible los recursos para atender las demandas de nuestra sociedad? Buena parte de la respuesta se concentra en el comportamiento con-

junto de las dos variables macroeconómicas más importantes: el crecimiento del Producto Bruto Interno (PIB) real y la inflación<sup>3</sup>. Primero, es deseable que el crecimiento del PIB real sea alto y continuo, lo que no solo refleja una economía con un mejor clima para los negocios y, por tanto, mayor capacidad de generación de ingresos, sino que tiende a incrementar el ahorro y la inversión que sostendrán el crecimiento futuro. Segundo, más allá de medir el cambio generalizado de precios, la inflación es en la práctica una medida de ineficiencia y de presencia de desequilibrios en la economía. Toda vez que períodos de crisis concluyen con altas tasas de inflación, es deseable que esta sea reducida y estable.

Desde inicios del nuevo milenio, el Perú ha gozado de un marco macroeconómico capaz de redituarse alto crecimiento y baja inflación de manera sostenida. Los anexos 1 y 2 indican que esta experiencia ha sido única en nuestra historia: cumplimos 200 años de vida republicana, pero solo algo más de 20 años de estabilidad macroeconómica<sup>4</sup>. Este buen desempeño ocurre incluso durante dos décadas en las que el entorno no ha sido de calma o de «buena suerte»: el Perú inició el milenio en recesión, ocurrió la Crisis Financiera Global, se experimentó el fin de un superciclo en el precio de los metales y siempre nos acompañó un ciclo político turbulento. Vega (2018) muestra que, de hecho, el desempeño peruano destaca cuando se lo compara con el de América Latina y el del grupo de países que siguen el esquema de metas de inflación.

A puertas del Bicentenario, la crisis generada por la pandemia del coronavirus puso en evidencia que nuestro país enfrenta enormes retos de política pública en temas cruciales como la mejora de las redes de protección social, la reducción de la informalidad o la lucha contra la corrupción en el sector público. Todo ello en marcado contraste con las fortalezas macroeconómicas que permiten que, para afrontar la crisis, el país capte grandes cantidades de recursos en mercados internacionales con condiciones favorables, mientras que incluso las proyecciones más conservadoras consideran una inflación estable (véase IMF, 2020).

Justamente en estos momentos de incertidumbre, es muy importante tener presente que alcanzar la estabilidad macroeconómica ha sido el resultado de un largo y esforzado proceso de aprendizaje colectivo, con idas y vueltas, que en

<sup>3</sup> En teoría, la política macroeconómica maximiza el bienestar de la sociedad al reducir la volatilidad del ciclo del PIB y de la inflación. No obstante, como indican Benigno y Fornaro (2018), existen fuertes vínculos entre niveles y volatilidad. En Castillo, Humala y Tuesta (2012) se presenta evidencia empírica para el caso peruano.

<sup>4</sup> Como el interés es describir la evolución tendencial de estas variables, les aplicamos el filtro de Hodrick y Prescott (1997), con un parámetro de suavizamiento de 6,25, que es apropiado para datos anuales (Ravn & Uhlig, 2002).

varias ocasiones acarreó impactos negativos en nuestro bienestar social. Tras décadas de inestabilidad que culminaron en una traumática estanflación (recesión con inflación), a inicios de la década de 1990, la sociedad, harta de vivir en crisis, exigió al Gobierno reformas que apostaran por un marco que, por fin, evitara los errores recurrentes en el pasado<sup>5</sup>. Estas medidas fueron consolidadas y dieron lugar a las reformas de inicios del milenio, que conforman el marco macroeconómico actual<sup>6</sup>.

Son tres, en nuestra opinión, los pilares de nuestra estabilidad macroeconómica. Primero, la independencia del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), que ha permitido implementar, desde 2002, un esquema de metas de inflación exitoso. Segundo, el manejo responsable de la política fiscal, plasmado en la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal de 1999. Tercero, la flotación cambiaria vigente desde inicios de la década de 1990. Aunque es tentador pensar en ordenarlos por importancia, creemos que ningún pilar podría sobrevivir por sí mismo durante largos períodos sin los otros dos. En el resto de este capítulo, argumentamos por qué estos tres pilares son parte de la respuesta del arreglo macroeconómico adecuado para una economía como la peruana.

Este régimen de política macroeconómica ha sido tan exitoso que, en general, la inflación ha dejado de ser una preocupación para nuestra sociedad. Una inflación baja implica que nuestro poder adquisitivo se mantendrá en el tiempo, lo que es una condición necesaria para planear con horizontes largos. También permite enfocar la atención y esfuerzos en cómo abordar otros de los formidables retos que el país enfrenta. No exageramos al mencionar que esto es un privilegio de las generaciones jóvenes. En este momento, nuestros estudiantes de último año han experimentado durante toda su vida una inflación anual promedio del 4%, mientras que la cifra es del 3% para los «cachimbos». Para quienes escribimos este ensayo, la inflación anual promedio ha sido del 300%, por lo que sentimos la obligación de advertir a las nuevas generaciones que no se duerman en sus laureles y que se mantengan vigilantes para preservar este orden básico para su propio beneficio.

En la sección 2, proveemos una discusión conceptual de ideas y políticas populares en el pasado que, al comprometer alguno de los tres pilares, entorpecieron conseguir un balance adecuado entre crecimiento e inflación. En la sección 3,

---

<sup>5</sup> Las reformas están cuidadosamente descritas en Rodríguez, Valderrama y Velarde (2000).

<sup>6</sup> Rossini y Santos (2015) y Rossini (2016) describen el funcionamiento de la economía tras las reformas de la década de 1990 y las de inicios del milenio, con énfasis en la política monetaria. Segura (2015) proporciona un recuento centrado en la política fiscal.

ofrecemos un repaso de nuestra historia para notar cómo la insistencia en estas ideas y políticas hicieron que, al margen del entorno internacional o de la orientación política de los gobernantes de turno, y en palabras de Seminario (2016), «la economía peruana pase más tiempo recuperándose que creciendo». No es nuestra intención desarrollar un recuento histórico minucioso, sino simplemente describir grandes tendencias. En este punto, nuestras referencias son insuperables, e invitamos al lector a revisarlas con el interés que merecen<sup>7</sup>. En la sección 4, ofrecemos algunas reflexiones finales.

## 2. Cualquier tiempo pasado fue peor

A continuación, un recuento de algunas políticas y medidas asociadas con la formación de dinámicas inestables e inflacionarias, y que encontramos adoptadas con entusiasmo repetidas veces en el pasado. Y es en el pasado donde deberían permanecer.

### 2.1 Dinero, señoreaje y dinamita

El dinero mercancía es aquel que posee un valor intrínseco, como las monedas de metales preciosos o las bellas conchas de mullu. Aunque sea tan antiguo como la vida en sociedad, el dinero mercancía es inconveniente desde una perspectiva macroeconómica. Las fluctuaciones en el precio de los metales preciosos, causadas por ciclos de inventarios o el uso especulativo de estos, pueden alterar el valor real de la oferta monetaria y los precios de toda la economía, y generar inflación o deflación por razones exógenas a las fortalezas o debilidades de las instituciones económicas.

Por su parte, el dinero fiduciario es muy barato: cuesta centavos producir un billete. Ello permite dar un mejor uso a los metales preciosos, como la elaboración de joyas, baterías, microprocesadores o prótesis. Más interesante aún es que ofrece la posibilidad de que sea un banco central el que regule la oferta monetaria de un país, en función de sus necesidades; es decir, la posibilidad de contar con una po-

---

<sup>7</sup> El *Compendio de historia económica del Perú* del BCRP es un recurso valioso. En este encontramos a Salinas (2011), quien hace un detallado recuento sobre la política monetaria y la fiscal durante el siglo XIX; Pastor (2014), quien analiza dichas políticas entre 1930 y 1980; y Zegarra (2014), quien describe la economía peruana durante casi todo el siglo XX. Por otro lado, Guevara (1999) cubre la historia del BCRP hasta finales de la década de 1990; Parodi (2000) documenta minuciosamente las políticas económicas de 1960 a 2000; Martinelli y Vega (2018) presentan interesantes descomposiciones del crecimiento y de las cuentas fiscales de 1960 a 2010. Thorp y Bertram (2013) son una clásica referencia para el estudio del Perú antes del «descalabro» (véase la sección 3.7). Winkelried (2017) repasa un período más reciente.

lítica monetaria activa. El valor del dinero fiduciario no se encuentra en una mina sino en la confianza de la gente: los usuarios del dinero deben estar convencidos de que el billete será aceptado y reconocido por cualquier persona de la sociedad y para cualquier transacción, por el valor que tiene impreso. Sin esa credibilidad, no puede haber dinero fiduciario.

La diferencia entre el valor facial del dinero y su ínfimo costo de producción es el señoreaje, un beneficio de las autoridades por ser los monopolistas de la emisión monetaria de curso legal. Es fácil imaginar que un Gobierno pueda estar tentado a usar este privilegio para financiar sus actividades y proyectos. Si el uso se vuelve abuso, sin embargo, la población notará que el dinero en el que ellos confían es impreso sin disciplina y que, en realidad, tiene menos valor que el percibido. Esta reducción en el valor del dinero es el espejo del incremento de los precios de los bienes, la inflación, que causa daños a la economía y obvias pérdidas de bienestar. La emisión monetaria es como la dinamita: en cantidades justas y gestionada con responsabilidad y profesionalismo, facilita la construcción de una economía más sólida; en cantidades excesivas y descontroladas, destruye valor.

El abuso del señoreaje, institucionalizado durante décadas, acabó con la confianza de los peruanos en la política económica y en su moneda. Aunque la hiperinflación de finales de la década de 1980 es una clara manifestación de ello, el efecto de la desconfianza es mucho más persistente: la traumática experiencia dejó a la población suspicaz, y la economía, fuertemente dolarizada. Al BCRP le tomó más de una década de buen desempeño en el control de la inflación, y posiblemente un cambio generacional, convencer a la población de que volviera a creer en el sol. Las ratios de dolarización se mantuvieron en niveles altísimos durante toda la década de 1990, incluso mucho después de que la inflación regresara a niveles de un dígito y se retomara la senda de crecimiento económico, y comenzaron a ceder, recién, después del establecimiento de un régimen de metas de inflación en 2002<sup>8</sup>.

## 2.2 Controles de precios

Fijar precios ha sido una práctica frecuente en nuestra historia republicana, a pesar de la amplia evidencia que muestra que genera escasez y mercados negros. Es cierto que, ante la presencia de externalidades o información asimétrica, los precios de mercado podrían no reflejar una situación de equilibrio, pero estas fallas

---

<sup>8</sup> Sobre la dolarización en el Perú y su persistencia, véanse Winkelried y Castillo (2010), Armas (2016) y Catao y Terrones (2016).

deben ser atendidas con herramientas regulatorias específicas. Los controles de precios motivados por consideraciones políticas son buenos ejemplos de medidas para las cuales la cura resulta peor que la enfermedad. Aparte de los costos fiscales, estas medidas generan oportunidades de arbitraje para rentistas que buscarán impedir su reforma. Ello conlleva serias ineficiencias, al destinarse tiempo y recursos a extraer fondos públicos en lugar de orientarlos a usos productivos.

El precio contiene información valiosa sobre la valoración del bien o servicio por parte de la población y sobre sus costos de producción, que nunca podrá ser provista por un burócrata. Cuando un precio aumenta por una mayor demanda, los productores reciben la señal que indica que es una buena idea producir dicho bien o servicio. Si aumenta por mayores costos de producción, en cambio, se alerta a los consumidores de que consideren algún sustituto, y a los potenciales entrantes al mercado, de que se abrió una oportunidad para proveerlo.

La fijación de precios fue utilizada como intento para frenar la inflación. Pensar que la inflación se controla por decreto responde a un razonamiento miope: si se fijan los precios de productos básicos, entonces los salarios se mantendrán estables y se limitará el aumento en los costos de producción y, finalmente, de los precios. En la realidad, el control de precios interfiere directamente con los márgenes de ganancia de los productores, lo que desalienta la inversión, innovación y producción. Peor aún, lo poco que se produzca con bajos márgenes no será correctamente asignado en la población y solo llegará a «los primeros de la cola». No hace falta decir que las colas, comunes en la década de 1980, son un método de asignación terrible. El ahorro generado por pagar el precio controlado es más que compensado por el tiempo que el consumidor dedica a la cola. Al margen de si el Gobierno valora el tiempo de sus pobladores o no, es claro que ello implica una pérdida de horas-trabajo u horas-ocio que reduce el bienestar social. Quienes no llegaron a la cola o quienes sí valoran su tiempo pagarán el elevadísimo costo de no acceder al bien o un precio mayor en el mercado negro.

También se argumentaba que el control de precios protegía a los individuos más vulnerables ante la inflación. Sin considerar la valoración casi nula que se da al tiempo de estas personas, el argumento se desbarata con una triste escena recurrente en nuestro pasado: un agricultor que enfrenta una plaga o un desastre natural precisa incrementar sus precios ante la menor cosecha, pero no puede hacerlo si produce un bien básico controlado, y subsidia así a los consumidores urbanos.

Los controles de precios no son exclusivos para bienes de consumo. También ocurrieron con las tasas de interés, con la intención de abaratar los costos financieros del crédito e incentivar la inversión. El dinero está asociado a cierta

temporalidad en su uso y tiene la capacidad de ser reserva de valor, por lo que el ahorro recibe un interés. En entornos de inflación elevada, sin embargo, congelar las tasas de interés vuelve negativa la tasa de interés real de los depositantes, lo que destruye el ahorro y restringe la intermediación financiera. Todo ello contrae el crédito, y se logra el efecto exactamente opuesto al que se busca con los controles de tasas. Los mercados no funcionan con intenciones.

### **2.3 Tipo de cambio fijo y sus amigos**

El tipo de cambio es el valor de la moneda extranjera en términos de la moneda doméstica. Durante la mayor parte de nuestra vida republicana, como en otras economías pequeñas y abiertas, en el Perú se favoreció la idea de que este precio también debía controlarse. Así, el valor de nuestra moneda debía reflejar una paridad, inicialmente contra el precio de una mercancía, como el oro, y luego contra el valor de una moneda de aceptación global, como el dólar estadounidense. La promesa era que un tipo de cambio fijo volvería más predecible los flujos del comercio internacional, así como las inversiones y el financiamiento externo. Más aún, preservar la paridad con una moneda estable como el dólar permitiría transferir esa estabilidad a nuestra moneda, lo que mantendría la inflación bajo control.

Bajo este paradigma, el BCRP subordina la política monetaria al objetivo de defender la paridad en el mercado cambiario, procurando el balance entre la demanda y oferta de dólares al tipo de cambio fijo. Ante presiones apreciatorias por sobreoferta de dólares, el BCRP compra el exceso de divisas, acumula reservas internacionales e inyecta soles al mercado. Estas presiones son causadas por el ingreso de capitales externos a la economía; por ejemplo, cuando extranjeros adquieren bonos soberanos o invierten directamente en el país. También ocurren cuando se registra un superávit en cuenta corriente, ya sea por el incremento en las cotizaciones de los productos primarios o por una expansión de su oferta exportable.

El caso más frecuente, no obstante, es el de presiones depreciatorias, que aparecen cuando hay exceso de demanda por dólares. Por ejemplo, por un incremento en la demanda por importaciones o cuando los inversionistas extranjeros liquidan sus posiciones en soles para comprar dólares y salir del país. Ante estas presiones, el BCRP vende dólares de sus reservas internacionales, lo que genera una demanda artificial por soles, incrementa su valor y alivia la presión sobre el tipo de cambio. Claramente, si los excesos de demanda ocurrieran cuando los niveles de reservas internacionales son reducidos, el BCRP sería incapaz de defender la paridad, lo que haría inevitable el ajuste mediante una devaluación.

De hecho, muchos episodios de flotación cambiaria en nuestra historia han sido consecuencia de la escasez de reservas internacionales y no de una preferencia por la libre determinación del tipo de cambio.

La mayor dificultad del régimen de tipo de cambio fijo radica, curiosamente, en elegir el «valor de paridad». Este es el valor del tipo de cambio que equilibra el mercado de divisas en un momento dado, y, claramente, no es observable. Resulta ingenuo pretender que estamos en capacidad de predecirlo en tiempo real, ya que los flujos de intercambio comercial y financiero con el resto del mundo, que presionan la cuenta corriente, la cuenta de capitales y el mercado cambiario, están determinados en gran medida por el entorno internacional, que es sumamente volátil. Fijar el tipo de cambio fuera de la paridad invita a los especuladores que perciben esta discrepancia a actuar hasta que cesen las presiones sobre la moneda, lo que induce a la profecía autocumplida de abandonar la paridad.

Así, es normal en este régimen que, cuando se permite una devaluación, el tipo de cambio tienda, literalmente, a «dispararse» como reacción a un cúmulo de desequilibrios. Este incremento resuelve los desbalances en el mercado cambiario, pero acarrea costos macroeconómicos. La devaluación trae inflación mediante el incremento en el precio de bienes de consumo e insumos importados, e incrementa de manera significativa los costos del servicio de la deuda externa. También resta credibilidad al régimen, lo que dificulta la defensa del nuevo nivel cambiario. A la larga, la promesa de predictibilidad de las cuentas externas y de una inflación controlada es difícil de concretar.

Más aún, los regímenes de fijación cambiaria fueron complementados con controles de capitales y con restricciones al comercio internacional. Destacaron las licencias de exportación y criterios de conversión de los ingresos por exportaciones, así como los aranceles, permisos o cuotas a la importación, sobre todo de bienes catalogados como no esenciales. Incluso, en varios episodios, se mantuvo un sistema dual con tipos de cambios múltiples y controlados para el comercio internacional, distintos de los tipos de cambio ofrecidos en el mercado de giros para fines financieros. El propósito de estas medidas era equilibrar la oferta y demanda de divisas. En la práctica, solo generaron distorsiones severas en la asignación de recursos y en la dirección del comercio internacional, e incentivaron el fraude y la corrupción en la repartición de divisas. Se trata de medidas básicamente inútiles para liberar presiones cambiarias en un contexto inflacionario.

La razón es que una inflación doméstica mayor que la externa conduce a una apreciación real, que es el abaratamiento de los bienes extranjeros en términos de los bienes domésticos. Esta marca el inicio de un mecanismo automático de ajus-

te, que provoca un aumento en la demanda por importaciones, una merma en la competitividad del sector exportador y, por tanto, un progresivo deterioro en la cuenta corriente. Este desequilibrio se podría resolver con la depreciación de la moneda. Sin embargo, persiste e incluso se acentúa cuando el tipo de cambio no responde al diferencial de inflaciones, muy al margen de la existencia de controles a flujos comerciales o financieros. Pareciera inevitable que la combinación de un tipo de cambio fijo y una inflación alta solo consigue drenar las reservas internacionales, devaluar y acortar el lapso hasta la próxima devaluación.

## **2.4 Gestión de las cuentas fiscales**

La gestión de las finanzas públicas es uno de los principales factores de la dinámica macroeconómica. En particular, los resultados que generan las operaciones del sector público, su financiamiento y cómo afectan al resto de la economía.

Por «encima de la línea», es decir, respecto a las fuentes y usos de los recursos del Gobierno, es natural que una economía emergente tenga necesidades y obligaciones fiscales vinculadas con la provisión cotidiana de bienes y servicios públicos, con su mejoramiento o con la inversión en proyectos de infraestructura. También es común que no todas estas obligaciones sean cubiertas por la tributación u otros ingresos generados por el fisco, lo que resultará en frecuentes déficits fiscales. Incurrir en déficits fiscales, incluso por períodos prolongados, no es inherentemente malo o indeseable, toda vez que estos puedan ser financiados de manera sostenible. Los problemas comienzan cuando los déficits son excesivos y están asociados a gastos improductivos, ya que ello dificulta encontrar «por debajo de la línea» estrategias de financiamiento adecuadas.

El uso de los recursos públicos depende en buena medida de las preferencias del Gobierno y de su visión sobre el rol del Estado en la economía. Una gestión prudente de las cuentas fiscales llevaría al Gobierno que elige incrementar el tamaño del sector público, por ejemplo, mediante la creación de ministerios o agencias gubernamentales, a hacerlo a medida que crece su capacidad de gasto; por ejemplo, porque los ingresos aumentan tras una reforma tributaria. De otra forma, este mayor gasto corriente incrementa el déficit de manera permanente. En nuestra historia, lejos de ser disciplinados, casi todos los Gobiernos que incrementaron la presencia del Estado en la economía lo hicieron de manera precipitada y desordenada, y dejaron en perpetua postergación el encontrar las fuentes de ingresos fiscales que sustentaran el mayor gasto corriente.

Además, muchos Gobiernos intervinieron en la economía más allá de la provisión de bienes y servicios públicos. Por ejemplo, mediante subsidios discrecionales

les a regiones, sectores o incluso empresas considerados prioritarios. La asignación de estos subsidios, ya sea de manera directa o colocados a través de la banca de fomento, respondió a consideraciones políticas o ideológicas y no de eficiencia económica, por lo que, a la larga, implicaron cuantiosas pérdidas al erario nacional. También generó altos costos fiscales la imposición de controles de precios de bienes «esenciales» cuando el Gobierno compensaba a los productores para evitar escasez. Un último ejemplo emblemático se vincula con la pobre gestión de las empresas estatales, la cual, nuevamente guiada por criterios antitécnicos, y en lugar de contribuir con los ingresos fiscales, conllevó constantes y considerables pérdidas que menoscabaron más aún las finanzas públicas.

Respecto al financiamiento del déficit fiscal, una primera opción es deuda interna, ya sea mediante la colocación de bonos soberanos en el mercado de deuda local o mediante préstamos de la banca comercial. Esta fuente, no obstante, está limitada por el ahorro interno y por el tamaño del sistema financiero nacional, que pocas veces encontraron condiciones de crecimiento suficientes. En varios pasajes de nuestra historia, encontramos al encaje bancario financiando operaciones corrientes del Gobierno, prohibiciones a ciertos tipos de depósitos, controles de tasas de interés, entre otras medidas que, desde el Gobierno, reprimieron el ahorro y la intermediación financiera.

Una fuente de financiamiento más amplia es la deuda externa, ya sea en la forma de colocación de bonos soberanos en mercados internacionales, de préstamos de Gobierno a Gobierno, de créditos de organismos multinacionales o de créditos de bancos privados extranjeros. En términos de Hausmann y Panizza (2003), como en casi todas las economías pequeñas y abiertas, en el Perú padecemos del «pecado original» de no poder endeudarnos en soles en los mercados internacionales, sino en dólares, lo que introduce un componente de riesgo cambiario en las cuentas fiscales. De hecho, la depreciación revalúa la deuda externa y encarece su servicio. Considerando que los ingresos fiscales están denominados mayoritariamente en soles, una depreciación grande, o una devaluación en el contexto de un tipo de cambio fijo, podría comprometer la capacidad del Gobierno de honrar sus obligaciones con el exterior.

Como ocurre con la relación crediticia entre un individuo y un banco comercial, ser un buen pagador incrementa la valía del cliente como sujeto de crédito (*creditworthiness*), lo que fortalece la relación financiera. Ello se traduce, a su vez, en facilidades para el refinanciamiento de deudas pendientes en momentos de necesidad o el acceso a nuevos créditos a tasas y plazos más convenientes. El Gobierno peruano no siempre fue un buen pagador, y se ha declarado unilateral-

mente en moratoria en varias ocasiones. Desconocer estas obligaciones trae como consecuencia un deterioro de la imagen del país como deudor en la comunidad financiera internacional y, finalmente, encarece o incluso imposibilita el acceso a nuevos recursos.

La capacidad de satisfacer las obligaciones externas es, por supuesto, endógena y depende del planeamiento estratégico del fisco, que también ha estado ausente en un contexto en el que las decisiones de financiamiento han sido dominadas por el ímpetu político de los gobernantes. En nuestra historia son numerosos los ejemplos en los que la deuda externa tiene usos poco productivos, como gasto militar o el financiamiento de proyectos sobrevaluados que trajeron pocos beneficios a la población. Es también común encontrar disparates financieros como el financiamiento de proyectos de infraestructura de larga maduración con préstamos de corto plazo. Todos estos errores y miopías solo generaron enormes presiones sobre las cuentas fiscales, derivadas de los pagos de intereses y amortizaciones de esta deuda, y configuraron las condiciones para la declaración de moratorias.

La última fuente de financiamiento, la infame «maquinita», es el señoreaje que corresponde a los recursos reales de los que se puede apropiar el fisco como resultado de la emisión de dinero. La combinación de altos déficits fiscales, junto con la dificultad de financiarlos mediante deuda, hizo que muchos Gobiernos acudieran recurrentemente a esta fuente. Al imprimir dinero de manera inorgánica, es decir, sin correlato en una mayor demanda por saldos monetarios reales, e inyectarlo a la economía, el repentino exceso de soles genera presiones al alza sobre el tipo de cambio que, en defensa de una paridad, serían contrarrestadas con una reducción de las reservas internacionales. Más importante aún, el crecimiento de la oferta de dinero genera inflación.

La inflación reduce el poder adquisitivo del dinero. A mayor inflación, una cantidad dada de dinero podrá comprar una menor cantidad de bienes y servicios. Cuando el Gobierno se financia con emisión monetaria y la inflación es alta, es también alto el riesgo de caer en una paradójica trampa inflacionaria, que erosiona el poder de compra de los ingresos fiscales, lo que genera una mayor dependencia del financiamiento inflacionario.

### **3. Echando a perder se aprende**

A continuación, un breve recuento de nuestra historia económica. Se pone énfasis en los errores de política económica cometidos y repetidos, al margen del entorno internacional y de los colores políticos de los gobernantes. Esperamos que la identificación de estos errores permita evitarlos siempre. Los anexos 1 y

2, que presentan datos sobre crecimiento e inflación, complementan bien este repaso.

### 3.1 El esquivo dinero fiduciario

Con el políticamente convulsionado primer siglo del Perú republicano se inicia la sinuosa búsqueda de un sistema monetario funcional para la economía en proceso de modernización. Uno que reemplazara el uso del dinero mercancía por el dinero fiduciario. Encontramos tres episodios del siglo XIX que ilustran lo difícil que fue establecer tal sistema, por la falta de la confianza y disciplina que se requiere para ello.

De Haro (2011) y De la Puente (2017) analizan el primero. En los meses previos a la Independencia, cuando las fuerzas independentistas lograron hacerse del control de Lima, los realistas enrumbaron a la Sierra y tomaron el control de la «pasta de metal» necesaria para acuñar pesos de plata. El esfuerzo independentista creó, entonces, dinero por dos métodos. Primero, mediante el uso de otro metal en los cuartillos de cobre. Segundo, mediante la creación del Banco Auxiliar de Papel Moneda, que emitía promesas de pagos futuros en plata una vez que se retomaran las minas en manos de los realistas. Esta fue nuestra primera forma de dinero fiduciario. No obstante, las primeras campañas para obtener el metal no fueron exitosas y tuvo que recurrirse a más emisiones para poder financiar las siguientes. Como ocurriría muchas veces en el futuro, las emisiones sin respaldo erosionaron la confianza de las personas en el papel moneda. En 1823, se clausuró el Banco Auxiliar y se ordenó la quema de todos los billetes, previo canje por cuartillos de cobre.

El segundo episodio, documentado en Salinas (2011), dio origen al sol como moneda en 1863. Es un ejemplo criollo de la Ley de Gresham: «El dinero malo siempre desplaza al dinero bueno». Hacia 1840, la constitución de la Confederación Peruano-Boliviana decretó que tanto la Ceca de Potosí como la Ceca de Lima emitirían monedas del mismo nombre y con equivalencia entre ellas. Pero, ante la escasez de metal para la acuñación, el Gobierno boliviano decidió reducir el contenido metálico de su moneda respecto a los pesos peruanos, lo que dio origen a los febles. Emergió un sistema de tipos de cambios múltiples: mientras que el Estado mantenía una paridad ficticia, el mercado transaba con el valor correcto de las monedas. La devaluación del feble, por supuesto, generó grandes ganancias a quienes fijaban contratos con el Estado que incorporaban el cobro en soles pero el pago en febles, a expensas del erario. Tardaría más de 20 años en implementarse la reforma monetaria que sustituiría el peso por el

sol (de plata y de oro) y que impondría un canje obligatorio y definitivo de los febles a 0,8 soles.

El tercer episodio tiene sabor a crisis del siglo XX. Con la aparición de la banca privada en la década de 1860, se inició la emisión de letras de cambio o billetes, autorizados por el Gobierno y, en principio, con respaldo en el capital de los bancos en metálico. El problema estuvo en que, a cambio de autorizar mayores emisiones, el Gobierno podía recibir préstamos de los emisores de moneda. No pasó mucho para que la población notara el aumento sin respaldo del dinero y que, ante la imposibilidad de los bancos de pagar las letras con metálico, el Gobierno decretara la convertibilidad parcial de los billetes: solo podía reclamarse el 30% de su valor en metálico. Ante ello, la población aprovechó el «dinero malo» y utilizó los billetes para pagar las deudas con el fisco, mientras guardaba el metálico para sus operaciones con el exterior. En 1875, tras generarse considerables forados en las cuentas fiscales, se anunció el cese indefinido de la convertibilidad: el billete se depreció más de 90% respecto al sol.

### **3.2 El Banco de Reserva**

El siglo XIX terminó con una sobreoferta mundial de plata y el consecuente desplome en su precio. Al estar nuestra oferta monetaria atada a este metal, se generó una fuerte inflación y desconfianza en el sol. Así, en 1897, se migró al patrón oro y nació la libra peruana.

No obstante, el estallido de la Primera Guerra Mundial en 1914 generó un aumento en la demanda especulativa por oro. El aumento en el precio del oro condujo a una deflación y tornó impagables las deudas fijadas en el valor de este metal. Ello, aunado a la ausencia de liquidez, generó presión en los bancos y desató una gran corrida bancaria.

El trauma de esta crisis bancaria auspició que en 1922 se creara el Banco de Reserva, que actuaría como el prestamista de última instancia, capaz de proveer de liquidez al sistema financiero en caso de pánicos o corridas bancarias. Ello, además, consolidó el cambio del dinero mercancía por dinero fiduciario, lo que dio fin al siglo de búsqueda de un sistema monetario funcional.

### **3.3 La Misión Kemmerer**

El Banco de Reserva fue reemplazado por el BCRP en 1931, siguiendo las recomendaciones de la Misión Kemmerer, a la que el Gobierno invitó tras visitas similares y exitosas en países vecinos. Es bueno notar que, si bien el grueso de las

recomendaciones de la misión fue en materia monetaria y de supervisión bancaria, estas también contemplaron reformas fiscales e institucionales. En especial, la misión señaló la necesidad de evitar expansiones excesivas del gasto público y de simplificar el régimen tributario para incrementar la recaudación. En cuanto al marco institucional para el correcto funcionamiento y coordinación de las políticas monetaria y fiscal, exhortó a otorgar mayor independencia al BCRP mediante la conformación de un directorio plural con representantes del Gobierno, la banca privada y la sociedad civil.

De manera casi profética, la primera Ley Orgánica del BCRP prohibió el financiamiento a las operaciones del Gobierno, salvo de manera indirecta mediante el redescuento de letras del Tesoro a los bancos comerciales. Fue, no obstante, una prohibición corta. El Gobierno ya había declarado la moratoria de la deuda externa en 1931 por los efectos de la Gran Depresión sobre los ingresos fiscales y dependía de fuentes internas para el financiamiento del déficit fiscal. Así, en 1933, se modificó la Ley Orgánica del BCRP para posibilitar una secuencia de créditos al Gobierno, destinados a gastos de defensa para el conflicto bélico con Colombia, y al también nuevo Banco Agrícola, en fomento del sector agroexportador. De esta manera, la década de 1930, que se inició con una profunda crisis y deflación por el desplome de los mercados internacionales, cerraría con una tímida recuperación del crecimiento y el inicio del ritmo inflacionario, de alrededor del 10% al año.

### **3.4 La primera gran inflación**

El tipo de cambio se mantuvo estable durante la década de 1930. Las presiones generadas por la contracción del comercio y de los mercados financieros mundiales fueron compensadas por ganancias de competitividad del Perú ante la destrucción de Europa ocasionada por la Primera Guerra Mundial. Sin embargo, la escena global cambió de manera abrupta con el inicio de la Segunda Guerra Mundial, que condujo al cierre de los destinos de nuestras exportaciones y, en consecuencia, a fuertes depreciaciones. Ante ello, en 1940, el BCRP decidió fijar el tipo de cambio, acción complementada por el Gobierno con control de cambios y un complejo sistema de permisos de importación. Los costos fiscales de estas medidas, del conflicto bélico con Ecuador y de una creciente burocracia fueron inicialmente financiados con la colocación interna de bonos del Tesoro Público. Sin embargo, la baja capacidad de absorción del mercado interno, la pérdida de confianza del público en los títulos del Tesoro y los esfuerzos limitados para corregir el problema fiscal subyacente llevaron a utilizar, nuevamente, la impresión de dinero para

el financiamiento del déficit. Esta vez, de manera acelerada, por lo que se alcanzaron tasas de inflación del 30% en 1947 y 1948.

La alta y creciente inflación, combinada con la decisión de mantener un tipo de cambio fijo a pesar de la precariedad de las cuentas fiscales, conllevó, por primera vez en nuestros registros, un significativo deterioro en la cuenta corriente, que drenó las reservas internacionales. Esta dinámica inestable avivó las intrigas políticas del momento, que dieron paso a un golpe militar.

### **3.5 La Misión Klein y sus reformas**

El nuevo gobierno dispuso la contratación, en 1949, de la Misión Klein, un equipo de técnicos estadounidenses que brindó asesoría en materia económica y financiera. La misión fue rápida en señalar la alta inflación como responsable de la crisis económica, y la excesiva expansión monetaria causada por el déficit fiscal como su origen. El Gobierno siguió las recomendaciones de la misión para la liberalización de la economía, en particular la remoción de intervenciones gubernamentales que significaban una carga fiscal para el país sin claros beneficios, como los controles de precios y las restricciones al comercio internacional. A su vez, con el apoyo y garantías otorgados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Gobierno reanudó relaciones con la comunidad financiera internacional y pudo acceder nuevamente, después de casi 20 años, al financiamiento externo.

Asimismo, se abandonó «temporalmente» la paridad cambiaria y se establecieron exoneraciones de impuestos a la exportación minera, así como otros incentivos para la inversión extranjera directa. Junto con un repunte del precio internacional de los metales, estas reformas gatillaron un episodio de entrada de capitales y bonanza económica. En poco tiempo, los déficits en cuenta corriente fueron completamente cubiertos por la cuenta de capitales y convertidos en superávits, lo que a su vez generó superávits fiscales. Estos desarrollos fortalecieron la posición presupuestal del Gobierno y permitieron financiar un ambicioso programa de inversión pública en infraestructura y servicios sociales básicos.

Es interesante anotar que el abandono de la paridad, junto con la generación de recursos fiscales alternativos para el costeo de las operaciones del sector público, confirieron al Banco Central un mayor control en la gestión de los agregados monetarios. Ello permitió que la inflación fuera rápidamente reducida a menos del 10% y que se mantuviera en esos niveles durante casi una década. Este rol estabilizador del Banco Central fue saludado y promovido en diversas cartas de intención con el FMI, en el contexto de la firma de varios acuerdos de asistencia financiera (*standy-by agreements*).

Varios factores confluyeron para el deterioro de las cuentas fiscales en la segunda mitad de la década de 1950. Entre otros, la reducción en el precio internacional de varios metales, una campaña electoral en la que el gobierno de turno participó pero perdió y el ímpetu del nuevo gobierno por cumplir promesas electorales. Se recurrió de nuevo al financiamiento por parte del BCRP, pero el inevitable asomo de la inflación fue oportunamente contenido por una serie de reformas. Estas abolieron controles remanentes al comercio internacional y en el ahora unificado mercado cambiario, a la vez que reestructuraron los ingresos y gastos públicos. En el ámbito monetario, destaca que en 1961 se promulgó una nueva Ley Orgánica del BCRP que aumentó la independencia de la autoridad monetaria ante el Gobierno, le otorgó autonomía sobre la captación y capacitación de sus funcionarios, e inició la tradición de que sea el BCRP el encargado de procesar y difundir las estadísticas macroeconómicas. Más importante aún, se le confirió mayor control sobre la gestión de los encajes bancarios, se impusieron ciertos límites al financiamiento directo al Gobierno y se recortó el financiamiento a la banca de fomento. Además, después de una década de flotación, ese año se volvió a fijar el tipo de cambio<sup>9</sup>.

### 3.6 Asoman los déficits

El cambio de gobierno a mediados de 1963 viró la filosofía de la política económica a una que asignaba un rol protagónico al Estado. El gran entusiasmo por la mayor presencia del Gobierno en la economía discontinuó las reformas de finales de la década de 1950 y subordinó cualquier miramiento por la sostenibilidad fiscal. Primero, se impulsó una agenda social basada en la fuerte expansión de la inversión pública, sobre todo en infraestructura, vivienda y servicios sociales, la cual fue financiada descuidadamente por una creciente deuda externa concentrada en plazos cortos. No pasó mucho para que el Gobierno se

---

<sup>9</sup> Durante la década de 1950, la flotación cambiaria atendió desequilibrios externos y permitió al BCRP gestionar la liquidez para estabilizar la inflación. En el contexto de los acuerdos de Bretton Woods (de 1944 a 1971), la flotación era vista como una transición hasta alcanzar las condiciones para restablecer una anhelada paridad cambiaria con el dólar. Estas tardarían en llegar porque, irónicamente, las reformas que ordenarían la casa, incluyendo componentes de disciplina y responsabilidad fiscal, se implementaban mejor en un contexto de flotación. Pastor (2014) documenta cómo el Gobierno, en respuesta a felicitaciones del FMI por el manejo macroeconómico, enfatizaba sus deseos de reestablecer la paridad, en ocasiones incluso lamentándose de no haber acumulado suficientes reservas para ello. *Ex post*, inadvertidamente, se estableció una versión rudimentaria de los pilares de estabilidad, lo que promovió una relativa estabilidad por más de dos décadas, aunque con niveles de inflación mayores que los que tenemos actualmente. Véase el anexo 2.

viera obligado a renegociar la deuda externa en 1968, ante la imposibilidad de honrar su servicio.

Segundo, se incrementó el gasto corriente de manera significativa mediante incrementos en las remuneraciones y en las pensiones de los servidores públicos, en especial de los maestros. Tercero, se implementó un complejo programa de sustitución de importaciones para fomentar la manufactura local, el cual restringió las importaciones que competían con «industrias nacientes» peruanas, que eran asimismo subsidiadas. Se otorgaron, además, exoneraciones y reducciones tributarias para estimular el desarrollo económico de regiones o de industrias favorecidas. Junto con el incremento del contrabando en respuesta a la prohibición de importaciones, estas medidas tuvieron efectos negativos sobre la recaudación tributaria. Agotadas otras fuentes, el creciente déficit fiscal fue financiado por medios inflacionarios.

La inflación escapó del rango de un dígito y en 1968 llegó al 20%, la tasa máxima en dos décadas. La historia se repitió, y la alta inflación condujo a una apreciación real que, a pesar de las prohibiciones, deterioró la balanza comercial y estimuló la salida de capitales. Después de perder copiosas cantidades de reservas internacionales, en 1967, el Banco Central decidió retirarse del mercado de divisas y permitir que el tipo de cambio se disparara, lo que encareció considerablemente el servicio de la deuda externa. Como un intento de contener la pérdida de valor de la moneda, se reinstauró, sin mucho éxito, el antiguo sistema de tipo de cambio dual: tipo de cambio fijo para el comercio exterior, pero flotante para operaciones financieras.

Las prioridades del Gobierno pasaron del fomento de la demanda interna y la manufactura local a la restitución de los equilibrios fiscales y monetarios. Este proceso de corrección, no obstante, fue entorpecido por enfrentamientos políticos. Parodi (2000) describe que en 1967 el Gobierno se opuso a devaluar, ya que ello habría sido visto como un fracaso del régimen, y apostó en cambio por una impopular reforma tributaria para reducir el déficit fiscal. Así, el Gobierno se enfrascó en una batalla política con el Congreso de mayoría opositora, que mantuvo al país de manera persistente en palmarios desequilibrios, a pesar de los costos fiscales y monetarios. A la larga, la devaluación se materializó, mientras que, ya de manera tardía, en 1968, se pactaron las reformas tributarias. El contexto de insolvencia de la deuda externa, de alta inflación y de crisis política avivó las condiciones para el golpe de Estado de 1968.

### 3.7 Fríamente calculado

El nuevo gobierno militar fue, en esencia, un régimen de planificación central caracterizado por una obsesiva intervención estatal en la vida económica del país. Así, se intensificaron los controles de precios y la protección de la industria interna mediante aranceles, cuotas, prohibiciones y permisos para la importación, mientras se establecían nuevos subsidios a industrias favorecidas y al consumo de bienes considerados de primera necesidad. La concepción del Estado como protagonista en todo aspecto de la sociedad, incluida la actividad económica, conllevó no solo el establecimiento de varios ministerios, institutos y centros, sino el desplazamiento de la inversión privada, extranjera y nacional, de la ejecución de grandes proyectos de infraestructura y de la ampliación de la oferta exportable. Además, ello vino acompañado de la expropiación de capitales privados y la posterior creación de empresas públicas en todos los sectores económicos. El Gobierno pasó a ser el principal inversionista y el más grande empresario de la economía peruana.

La estrategia del gobierno militar era apostar por un sector industrial exportador que permitiera el empleo y la formación de una clase media obrera. De ahí el fomento a la industria nacional y el afán de que esta sustituyera las importaciones. En teoría, las ganancias de eficiencia del sector transable no tradicional lo volverían competitivo, reducirían sus precios y provocarían una depreciación real que conseguiría no solo la sustitución hacia el producto local, sino incluso mayores exportaciones al exterior. Sin embargo, estas ganancias de eficiencia no ocurren por el deseo de una junta militar o por decreto, sino por incrementos de productividad, elusivos en una atmósfera de proteccionismo e innumerables distorsiones. Por ejemplo, el mismo esquema introducía cuotas insuficientes para la importación de insumos de producción. Más aún, la expansión del sector no tradicional requería de dólares para la adquisición de capital y tecnología del exterior, que no siempre eran provistos por el cada vez menos competitivo sector primario exportador. Lejos de lo planeado, el sistema supuso un constante deterioro en la balanza comercial y una constante presión al alza sobre el tipo de cambio.

La gran expansión del aparato estatal, las pérdidas de las empresas públicas por gestiones ineficientes y controles de precios, y los costos de reparación a algunas empresas confiscadas generaron forados en las finanzas públicas, traducidos en abultados déficits fiscales del orden de 10% del PIB. Inicialmente, fueron financiados con ahorro del Gobierno, generado por ingresos fiscales provenientes del encaje bancario y de una mejora en los términos de intercambio. A medida que

este ahorro se agotó, se recurrió al financiamiento externo. Y a medida que el servicio de la deuda externa se volvió insostenible, se recurrió al financiamiento del BCRP. Ello en un contexto en el que se eliminó, en 1970, todo viso de autonomía e independencia del BCRP con la creación del Consejo de Política Monetaria, que fue presidido por el ministro de Economía y Hacienda y fue superior en autoridad al directorio del BCRP.

### 3.8 El descalabro

Muchos estudios señalan a 1976 como un año de quiebre estructural y del inicio de una larga crisis que culminaría a inicios de la década de 1990, después de una traumática y dura «terapia de *shock*»<sup>10</sup>. Hasta entonces, el gobierno militar mantuvo el ritmo de alto crecimiento con la expansión del gasto público conforme el Estado desplazaba al sector privado en la escena económica. No obstante, la erosión de la productividad tras años de distorsiones en la asignación de recursos comenzaría a notarse cada vez más. El año 1976 fue también cuando la inflación excedió por primera vez el 30%, siguiendo el paso acelerado iniciado en 1970 (cuando la inflación fue del 5%). La siguiente vez que la inflación registraría un valor menor del 30% sería casi 20 años después, en 1994, y serían 25 años los que separarían los períodos en los que registró una cifra de un dígito: 9,5% en 1973 y 8,5% en 1997. Fue en este contexto inflacionario que, también en 1976, se abandonó para siempre la idea de mantener un tipo de cambio fijo y se adoptó un esquema de devaluaciones graduales (*crawling peg*).

Los 15 años entre 1975 y 1990 fueron desastrosos para la sociedad y la economía peruana. Llosa y Panizza (2015) muestran que las contracciones de la actividad económica experimentadas en el Perú en este lapso se encuentran entre las más graves de todas las registradas en el mundo durante la segunda mitad del siglo XX, tanto por su profundidad como por su duración. Este desempeño es comparable con el de economías durante guerras civiles o con las antiguas repúblicas soviéticas tras la disolución de la Unión Soviética. Es cierto que hubo un poco de mala suerte y varios choques externos golpearon duramente a la economía peruana: la crisis del petróleo en 1979, altas tasas de interés internacionales

---

<sup>10</sup> Seminario y Bouillón (1992) hallan un quiebre en el crecimiento ocurrido entre 1976 y 1977. Dancourt, Mendoza y Vilcapoma (1997) describen el período 1976-1992 como una «crisis de larga duración». El cambio en la inflación y su volatilidad es también bastante evidente en Sargent, Williams y Zha (2009) y Castillo, Humala y Tuesta (2012). Por último, Martinelli y Vega (2018) muestran que el gobierno militar de 1968 a 1975 tuvo efectos negativos de largo plazo en el crecimiento económico.

por el programa estabilizador de Paul Volcker, la crisis de la deuda en América Latina en 1982, un devastador Fenómeno de El Niño en 1983, entre otros. Es cierto también que se registraron algunos intentos para restaurar el orden y reducir la inflación y las descontroladas expectativas inflacionarias, pero se trató de medidas aisladas, sin mayores logros. Lo saltante del período es que fueron escasos e insuficientes los esfuerzos de reforma real que buscaran atacar la génesis de los desequilibrios: el alto déficit fiscal y su financiamiento inflacionario.

Corregir el gasto público excesivo resulta políticamente costoso, ya que implica cerrar agencias y ministerios, disolver empresas públicas, cortar subsidios y remover controles de precios. Los tres gobiernos de 1975 a 1990 no estuvieron dispuestos a asumir estos costos y optaron por postergar, de manera parcial o total, las medidas y ajustes requeridos para frenar la inestable dinámica inflacionaria, dejando el trabajo sucio al siguiente gobierno. Durante este ciclo político, no solo observamos el constante incumplimiento de los pagos de la deuda externa, sino que encontramos una larga y creativa lista de excusas y seudoteorías sobre la inestable situación, y sus correspondientes soluciones baldías, mientras se seguía usando empedernidamente la impresión de dinero como fuente de financiamiento.

#### **4. Pilares y retos**

Tras repasar nuestra historia, no cabe duda de que, en términos de política macroeconómica, los últimos 20 o 25 años muestran más aciertos que desaciertos, lo que se refleja en la estabilidad lograda. Si debemos elegir qué elementos de estas reformas resultan indispensables hacia el futuro, nos quedamos con tres: (1) independencia del BCRP, (2) responsabilidad fiscal y (3) flotación cambiaria administrada.

Ante las obvias dificultades que tenemos para crear instituciones que profesionalicen el gobierno y la gestión pública, la independencia del BCRP es un triunfo de nuestra sociedad. Sin ella, podríamos volver a los peligrosos episodios de dominancia fiscal que tantas veces destruyeron nuestras monedas al ritmo de una inflación galopante. Entendemos que el BCRP no actúa en aislamiento, y que la tentación por parte de las fuerzas políticas de usar la nefasta «maquinita» está siempre latente. Por ello, es indispensable que los políticos perciban como laborioso y costoso el subyugar la política monetaria a intereses fiscales, y que la sociedad proteja la política monetaria independiente e institucionalizada. Como ocurre actualmente, la independencia del BCRP debe ser siempre un mandato constitucional.

Asimismo, la disciplina fiscal es también crucial para que la independencia del BCRP sea garantizada en la práctica. La tentación de echar mano a la «maquinita»

cuando las arcas fiscales son insuficientes para cumplir promesas electorales se verá también disminuida en un marco de transparencia fiscal y el establecimiento de criterios que mantengan el déficit en niveles sostenibles. Más aún, creemos que la relación entre estos dos pilares es bidireccional, ya que los Gobiernos que dejen de ver al BCRP como una fuente de financiamiento tenderán a ser más cuidadosos en que las cuentas del erario se mantengan en azul o en mantener una saludable relación con el sistema financiero internacional. Ello describe *grosso modo* los últimos 20 años de manejo fiscal.

El tercer pilar, la flotación cambiaria, es indispensable para que el BCRP dé el mejor uso posible a su independencia e implemente una política autónoma con objetivos distintos al de mantener una paridad artificial. Es bien sabido que el BCRP tiene una clara preferencia por intervenir en el mercado cambiario para amortiguar las fluctuaciones excesivas del tipo de cambio, pero ello dista de mantenerlo fijo, lo que hace remota la probabilidad de una crisis de balanza de pagos «típica» que genere devaluación, inflación y la salida del sistema financiero internacional.

Asimismo, como economía pequeña y abierta, requerimos de fuentes de financiamiento externas para respaldar el crecimiento. El tipo de cambio real es una medida de nuestra riqueza relativa respecto al resto del mundo, y cuando este precio es artificialmente distorsionado caemos en uno de dos escenarios posibles: o bien nos creemos muy ricos y gastamos más de lo que debemos a costa de nuestras reservas o de acumulación de deuda, o bien nos creemos muy pobres y castigamos a las generaciones presentes al postergar su acceso a bienes extranjeros bajo la ilusoria excusa de una mayor «competitividad internacional». Ambos escenarios presionarían innecesariamente las cuentas fiscales.

Mientras redactamos estas líneas, el turbulento entorno internacional y nacional pone claramente de manifiesto que el futuro nos depara grandes retos de política económica y que quizá pronto deberemos pensar en rediseñar algunos aspectos de nuestro marco institucional. Sin embargo, creemos que, sin importar los retos venideros ni las respuestas que les daremos, los tres pilares han de mantenerse si se quiere preservar la estabilidad.

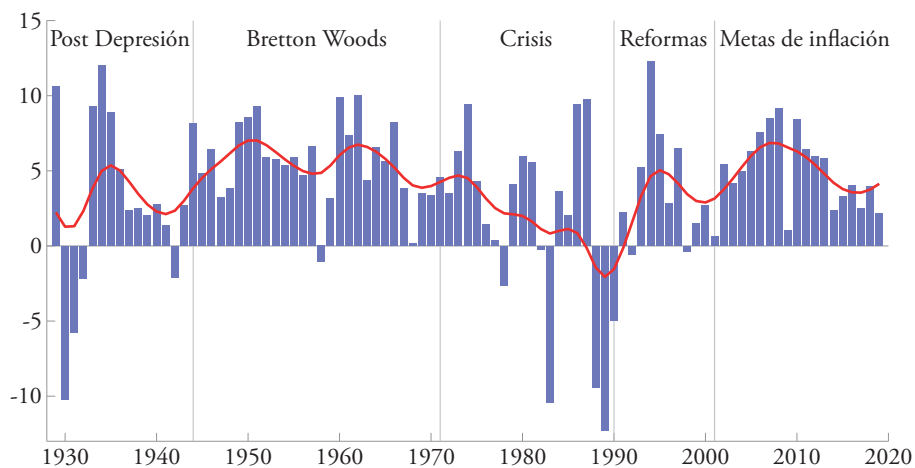
Terminamos mencionando que, desde que se le otorgó independencia, el BCRP ha consolidado su institucionalidad interna y ha sabido convocar a un grupo de destacados profesionales calificados, que son los gestores de los buenos resultados que observamos. Por ello, una importante lección final es que, para que las instituciones públicas funcionen como deseamos y tengan la capacidad de adaptarse a entornos cambiantes, es urgente permitirles atraer profesionales calificados y apoyar su continuo crecimiento.

## Referencias

- Armas, A. (2016). Dolarización y desdolarización en el Perú. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (pp. 61-94). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- BCRP (Banco Central de Reserva del Perú). (2006). La Misión Kemmerer y su importancia para el Banco Central. Extractos de la obra de Jorge Basadre Grohmann. *Revista Moneda*, 132, 5-23. Lima: BCRP.
- Benigno, G., & Fornaro, L. (2018). Stagnation traps. *Review of Economic Studies*, 85(3), 1425-1470.
- Castillo, P., Humala, A., & Tuesta, V. (2012). Regime shifts and inflation uncertainty in Peru. *Journal of Applied Economics*, 15(1), 71-87.
- Catao, L. A. V., & Terrones, M. (2016). Financial de-dollarization: A global perspective and the Peruvian experience. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (pp. 121-144). Lima: Universidad del Pacífico.
- Dancourt, O., Mendoza, W., & Vilcapoma, L. (1997). *Fluctuaciones económicas y shocks externos, Perú 1950-1996*. Documento de Trabajo 135. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- De Haro, D. (2011). La política monetaria de San Martín en el Perú: papel por una plata ausente. *Revista de Indias*, LXXI(53), 793-824.
- De la Puente, P. (2017). El circulante en el Perú de 1821 a 1826. *Revista Moneda*, 170, 44-47. Lima: BCRP.
- Guevara, G. (1999). Política monetaria del Banco Central: Una perspectiva histórica. *Estudios Económicos*, 5. Lima: BCRP.
- Hausmann, R., & Panizza, U. (2003). On the determinants of original sin: An empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, 22(7), 957-990. doi:10.1016/j.jimonfin.2003.09.006
- Hodrick, R., & Prescott, E. C. (1997). Postwar U.S. business cycles: An empirical investigation. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29(1), 1-16.
- IMF (International Monetary Fund). (2020). *World economic outlook, April 2020: The Great Lockdown*. Washington D. C: International Monetary Fund.
- Llosa, L. G., & Panizza, U. (2015). La gran depresión de la economía peruana: ¿una tormenta perfecta? *Revista Estudios Económicos*, 30, 91-117. Lima: BCRP.
- Martinelli, C., & Vega, M. (2018). *Monetary and fiscal history of Peru 1960-2010: Radical policy experiments, inflation and stabilization*. Documento de Trabajo 2018-007. BCRP.
- Parodi, C. (2000). *Perú 1960-2000: políticas económicas y sociales en entornos cambiantes*. Lima: Fondo Editorial, Universidad del Pacífico.
- Pastor, G. (2014). Perú: políticas monetarias y cambiarias, 1930-1980. En C. Contreras (Ed.), *Compendio de historia económica del Perú: Perú entre la Gran Depresión y el reformismo militar* (tomo 5; pp. 265-344). Lima: BCRP.
- Ravn, M. O., & Uhlig, H. (2002). On adjusting the Hodrick-Prescott filter for the frequency of observations. *Review of Economics and Statistics*, 84(2), 371-380.

- 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* (vol. 1, pp. 91-119). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- 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). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Rossini, R., & Santos, A. (2015). Peru's recent economic history: From stagnation, disarray, and mismanagement to growth, stability, and quality policies. En A. Werner & A. Santos (Eds.), *Peru: Staying the course of economic success* (pp. 9-33). Washington D. C.: International Monetary Fund.
- Salinas, A. (2011). Las finanzas públicas entre 1821 y 1930. En C. Contreras (Ed.), *Compendio de historia económica del Perú*, tomo 4 (Economía de la primera centuria independiente) (pp. 303-420). Lima: BCRP.
- Sargent, T. J., Williams, N., & Zha, T. (2009). The conquest of South American inflation. *Journal of Political Economy*, 117(2), 211-256.
- Segura, A. (2015). Some thoughts on fiscal policy and the unfinished agenda. En A. Werner & A. Santos (Eds.), *Peru: Staying the course of economic success* (pp. 401-416). Washington D. C.: International Monetary Fund.
- Seminario, B. (2016). *El desarrollo de la economía peruana en la era moderna. Precios, población, demanda y producción desde 1700*. Lima: Universidad del Pacífico.
- Seminario, B., & Bouillón, C. (1992). *Ciclos y tendencias en la economía peruana: 1950-1989*. Cuadernos de Investigación 15. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico y Consorcio de Investigación Económica y Social.
- Thorp, R., & Bertram, G. (2013). *Perú 1890-1977: crecimiento y políticas en una economía abierta* (1.ª ed. revisada). Lima: Universidad del Pacífico.
- Vega, M. (2018). El esquema de metas de inflación y la inflación peruana. *Revista Moneada*, 173, 4-8. Lima: BCRP.
- Winkelried, D. (2017). Macroeconomía. En CIES, *Balance de investigación en políticas públicas 2011-2016 y agenda de investigación 2017-2021* (pp. 358-411). Serie Diagnóstico y Propuesta 54. Lima: Consorcio de Investigación Económica.
- Winkelried, D., & Castillo, P. (2010). Dollarization persistence and individual heterogeneity. *Journal of International Money and Finance*, 29(8), 1596-1618.
- Zegarra, L. F. (2014). Perú, 1920-1980: contexto internacional, políticas públicas y crecimiento económico. En C. Contreras (Ed.), *Compendio de historia económica del Perú* (tomo 5: Perú entre la Gran Depresión y el reformismo militar) (pp. 19-104). Lima: BCRP.

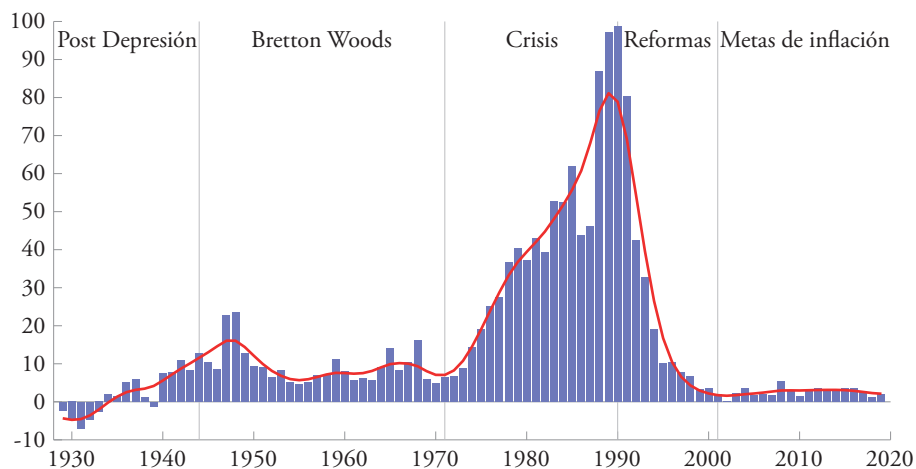
Anexo 1a  
Crecimiento del PIB real y su tendencia, 1929-2019



Nota. La tendencia se calculó con el filtro de Hodrick y Prescott (1997) y un parámetro de suavizamiento de 6,25, apropiado para datos anuales (véase Ravn & Uhlig, 2002).

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

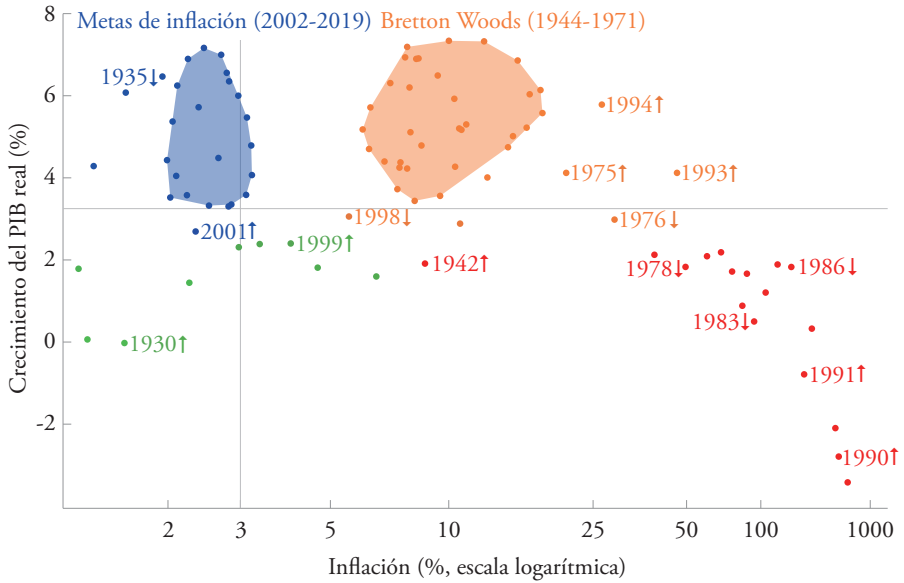
Anexo 1b  
Inflación y su tendencia, 1929-2019



Nota. La tendencia se calculó con el filtro de Hodrick y Prescott (1997) y un parámetro de suavizamiento de 6,25, apropiado para datos anuales (véase Ravn & Uhlig, 2002). Posteriormente, se utilizó la transformación  $y = \text{Inflación} / (1 + \text{Inflación}/100)$  para reducir la varianza de la inflación. Nótese que  $y$  se parece a Inflación cuando esta es pequeña, pero tiene una cota superior a 100 en períodos hiperinflacionarios.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

Anexo 2  
Crecimiento del PIB real e inflación en el Perú, 1929-2019



Nota. Los datos fueron suavizados con el filtro de Hodrick y Prescott (1997) con un parámetro de suavizamiento de 6,25, apropiado para datos anuales (véase Ravn & Uhlig, 2002).  
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.