

MACROECONOMÍA POLÍTICA ECONÓMICA

Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, por Marco Ortiz y Diego Winkelried

Autor

Diego Winkelried

winkelried_dm@up.edu.pe

28 marzo, 2022

Desde una perspectiva macroeconómica, el proceso histórico que inicia hace tres décadas con las reformas ocurridas en el Perú a comienzos de los noventa, es extraordinario. El PBI real per cápita de 2021 fue 2.5 veces el de 1992, lo que implica una tasa de crecimiento promedio de 3 por ciento en los últimos 30 años, incluyendo el año de la crisis de la pandemia de la COVID-19 y su primer año de rebote. Una actualización a los datos de [Seminario \(2015, Ilustración II-20, p. 256\)](#) revela que desde tiempos coloniales no hay un episodio de 30 años con mayor crecimiento per cápita que el descrito.^[1]

Ciertamente, durante las últimas décadas los precios internacionales de los minerales que exportamos experimentaron un *boom* que, sin duda, dinamizó la actividad económica peruana. No obstante, estas condiciones externas favorables son solo una parte de la historia. Un indicador interesante es la razón del PBI real per cápita peruano respecto al PBI real per cápita promedio de América Latina, disponible desde 1960, cuya evolución tiene la forma de una U: 0.83 en 1960, 0.79 en 1970 y decreciente hasta llegar al mínimo histórico de 0.45 en 1992, momento desde el que comienza a ascender hasta tomar el valor de 0.75 en 2021. Esto es, a pesar de que América Latina estuvo tan expuesta al mismo entorno externo favorable que el Perú, este creció más en los últimos 30 años que el promedio regional. Análogamente, durante de la década de 1970 los términos de intercambio peruanos fueron tan favorables como los experimentados en el último *boom* y sin embargo el desempeño del Perú fue indiscutiblemente peor que el de la región.

En términos de crecimiento, las décadas de 1940, 1950 y 1960 fueron también auspiciosas, aunque no tanto en términos de inflación. En [Ortiz y Winkelried \(2021\)](#) documentamos que desde 1922, año de creación del Banco de Reserva, no ha habido un periodo con mejor desempeño, en términos de crecimiento e inflación, que las dos primeras décadas del nuevo milenio. Por ejemplo, en los veinte años entre 1946 y 1965 se registró una tasa de crecimiento per cápita promedio de 3.3 por ciento y una inflación promedio de 10.7 por ciento; en cambio, entre 2002 y 2021

el crecimiento per cápita promedio fue similar (3.5 por ciento) pero la inflación promedio fue 2.7 por ciento.

Vista en retrospectiva, esta era de extraordinario desempeño macroeconómico es, en buena medida, resultado de la estabilidad macroeconómica y el desarrollo institucional que se inician con las reformas estructurales de los noventa y que se fortalecen con otros esfuerzos más recientes. En el libro [“Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú 1990-2020”](#) ofrecemos un análisis de estas reformas, sus aciertos y sus resultados, así como de los retos que enfrenta la política macroeconómica en el Perú. Además, situamos la experiencia peruana en un contexto internacional en donde las economías emergentes han buscado implementar sus propias reformas a la vez que enfrentaban episodios de enorme turbulencia financiera internacional.

El libro recoge las actas de 24 charlas virtuales ofrecidas por diversos autores en un ciclo de conferencias llevado a cabo en 2021. Los autores participaron directamente en las reformas macroeconómicas en el Perú y Latinoamérica, fueron testigos de excepción de estas o dedicaron su vida a estudiarlas y entenderlas desde la academia. Acompaña al libro la página web tamias.up.edu.pe con un registro de los vídeos de estas charlas y en donde el libro puede ser descargado libremente.

El libro se divide en seis partes. La primera pone énfasis en las reformas iniciales de la política monetaria. En [“Programas de estabilización en América Latina”](#), Carlos A. Végh (Johns Hopkins University) discute sobre los programas de estabilización de los últimos 60 años en América Latina. Resulta interesante notar cómo estos programas se enmarcan en una difícil lucha a nivel regional por eliminar la inflación crónica. A pesar de importantes avances, la inflación en América Latina ha sido solo parcialmente conquistada.

Un arma efectiva para avanzar en la conquista de la inflación es la independencia del banco central. Esta evita la dominancia fiscal y dota al banco central de herramientas para cumplir mejor con su mandato de estabilidad de precios. En [“Importancia de la independencia del banco central”](#), Julián Parra (Banco de la República de Colombia) describe cómo la noción del banco central independiente surge como solución al denominado sesgo inflacionario, y cómo esta autonomía se reflejaría, en efecto, en un mejor desempeño en términos de inflación.

En [“El camino hacia la inflación de un dígito”](#), Hugo Perea (BBVA Research) describe la transición peruana desde el caos hiperinflacionario hasta una inflación baja y estable. En particular, relata cómo, tras el programa de estabilización de 1990, el BCRP adoptó un esquema de control de agregados monetarios que le permitió una reducción efectiva de la inflación. Años después, el BCRP consolidaría la reducción de la inflación adoptando un esquema de metas explícitas de inflación. Este es el tema que José De Gregorio (Universidad de Chile) desarrolla en [“La experiencia con metas de inflación en América Latina”](#), desde una perspectiva regional. La

experiencia con el esquema de metas de inflación en América Latina ha sido bastante favorable, incluso en episodios tirantes como la Crisis Financiera Global de 2008 y la crisis de la pandemia de la COVID-19.

La segunda parte se ocupa de los procesos de reforma, reinserción en la comunidad financiera internacional y posterior consolidación fiscal. En el capítulo “[Reformas estructurales en el Perú](#)”, Carlos Parodi (Universidad del Pacífico) describe cómo el proceso de reforma es típicamente una respuesta a una situación crítica y reflexiona sobre algunas reformas pendientes. Analiza, además, cómo la estabilidad macroeconómica es una condición *sine qua non* para el bienestar, aunque también es insuficiente.

Ricardo V. Lago, en “[La reinserción financiera del Perú: testimonio](#)”, describe, como testigo de excepción, cómo el Perú logró reinsertarse en los mercados de deuda internacionales en el periodo entre 1990 y 1997, tras la pésima gestión de la deuda pública externa durante la década de 1980. Asimismo, en “[El FMI y la estabilidad macroeconómica peruana](#)”, Oscar Hendrick (FMI), otro testigo de excepción ofrece la visión del FMI en este proceso de reinserción y en la consolidación financiera del país. Se enfatiza cómo el Perú pasó a ser un acreedor neto del FMI por primera vez, curiosamente, durante la Crisis Financiera Global.

José Valderrama, en el capítulo “[Reglas e instituciones fiscales](#)”, explica los orígenes de las leyes de transparencia y prudencia fiscal implementadas para preservar la disciplina fiscal lograda durante la primera mitad de los años noventa. Describe, además, la racionalidad y funcionamiento de reformas más recientes, como la creación del Consejo Fiscal. Por su parte, en el capítulo “[Política y reglas fiscales: evaluación y propuestas de reforma para el Perú](#)”, Klaus Schmidt-Hebbel (Universidad del Desarrollo) complementa con un análisis detallado sobre el marco institucional fiscal del Perú y sobre cómo sus reglas tornaron la política fiscal de procíclica a acíclica y, en ocasiones, incluso contracíclica.

La tercera parte del libro explora la relación entre estabilidad macroeconómica, crecimiento y bienestar social. En “[Estabilidad macroeconómica y bienestar](#)”, Gustavo Yamada (Universidad del Pacífico) presenta un análisis extensivo del progreso peruano durante las tres décadas en materia de bienestar social. Son muy favorables los resultados asociados con la reducción de la pobreza y la desigualdad, en un contexto de movilidad social. Sin embargo, los recursos generados por el crecimiento económico no siempre fueron utilizados para cerrar brechas en campos relevantes como salud o educación. Por su parte, en “[Crecimiento y desigualdad](#)”, Luis Carranza (Instituto de Gobierno y de Gestión Pública, USMP) complementa la discusión con el análisis de otros indicadores sociales y con una interesante exploración conceptual de los mecanismos, con actores privados y públicos, que permiten o dificultan que el crecimiento económico se traduzca en menor desigualdad.

Asimismo, en [“Los vínculos entre crecimiento, desigualdad y pobreza”](#), Norman Loayza (Banco Mundial) presenta los resultados de un meta-estudio sobre los nexos entre crecimiento, pobreza y desigualdad. La evidencia es contundente al concluir que el crecimiento es necesario para reducir la pobreza. Un mensaje importante es que los países emergentes deben enfocar su agenda de corto y mediano plazo en promover el crecimiento, a diferencia de lo que ocurre en países avanzados en donde tiene más sentido centrar la discusión en asuntos distributivos.

En la cuarta parte se describe el aprendizaje conseguido al enfrentar varias crisis financieras internacionales mientras se apostaba por fomentar la apertura financiera y comercial. En [“Fortalezas macroeconómicas y retos para el Perú”](#), Liliana Rojas-Suárez (Center for Global Development) muestra cómo el buen desempeño macroeconómico en el Perú otorgó al país especial resiliencia ante la Crisis Financiera Global, muchas veces más que compensando las debilidades más estructurales de la economía peruana. Estas debilidades tuvieron un rol mucho más protagónico en la crisis de la pandemia de la COVID-19 que golpeó duramente al Perú.

En [“Gestionando choques de términos de intercambio”](#), Luis Gonzalo Llosa (Centrum PUCP) explica desde una perspectiva teórica y empírica que para una economía primario exportadora como la peruana, los choques de precios de *commodities* tienen varios efectos reales y distributivos a través de una gran cantidad de canales de transmisión. Eso hace que gestionar los efectos de estos choques sea una tarea compleja. Es importante y necesario explorar alternativas y estrategias de gestión de riesgos que permitan al país cubrirse de estas fluctuaciones.

En [“Crisis y liquidez: lecciones desde la crisis rusa”](#), Guillermo A. Calvo (Columbia University) brinda las lecciones obtenidas de “la madre de todos los *sudden stops* de países emergentes”, la crisis rusa de 1998, en cuanto a la importancia de la liquidez del sistema financiero en episodios de estrés. Estas lecciones sirvieron para que, una década más tarde, países como el Perú logran implementar respuestas de política muy agresivas pero muy acertadas. Estas permitieron sortear la Crisis Financiera Global con relativa calma. En [“La Crisis Financiera Global de 2008: respuesta de política monetaria y lecciones aprendidas”](#), Julio Velarde (BCRP) describe la experiencia peruana con más detalle, y nos regala algunas reflexiones valiosas sobre la naturaleza de las crisis financieras y de cómo puede responderse a estas en un entorno incierto y retador. En [“Lecciones después de la Crisis Financiera Global”](#), Vicente Tuesta presenta una visión desde la perspectiva de los mercados y la forma en que los instrumentos de política, en particular el *forward guidance*, plantean nuevas herramientas para la estabilización macroeconómica y comunicación con el público.

La quinta parte del libro es sobre la evolución del sistema financiero. Socorro Heysen (SBS), en [“La SBS y la estabilidad financiera en el Perú”](#), describe los

importantes avances logrados por la SBS durante el periodo de reforma, evitando las crisis bancarias por casi un cuarto de siglo, a pesar de los golpes sufridos por nuestra economía. Cabe destacar cómo la SBS ha conseguido adecuar con éxito los lineamientos de los Acuerdos de Basilea, pero con flexibilidad, haciéndolos funcionales a las particularidades del sistema financiero local. Sobre esta noción, en [“Propuesta para la regulación bancaria en América Latina y el Caribe”](#), Andrew Powell (BID) desarrolla una propuesta de mejora para la regulación y supervisión financiera en América Latina y el Caribe.

José Berróspide (Federal Reserve Board), en [“Sector financiero y políticas macroprudenciales”](#), explica la importancia del enfoque macroprudencial, ya asimilado tanto por los bancos centrales como por los supervisores financieros, para elevar la resiliencia de la economía ante choques generados o amplificadas en el sistema financiero. Por su parte, Marco E. Terrones (Universidad del Pacífico), en [“Dolarización parcial: ¿adicción o seguro?”](#), describe la desdolarización financiera peruana. Este proceso resulta de la confluencia de factores vinculados con el desarrollo del mercado de capitales producto de las reformas de liberalización y apertura, y del activo rol de los hacedores de política en la preservación de la estabilidad monetaria y financiera.

La última parte del libro conecta el pasado con el presente y el futuro del quehacer de la política monetaria. Primero, en [“El fortalecimiento de las políticas monetarias en América Latina y los retos que enfrentan”](#), Enrique Alberola (BIS) presenta el esquema de política seguido por los bancos centrales de América Latina para hacer frente a las crisis internacionales y a la crisis ocasionada por la pandemia. Asimismo, discute los retos que su expandido rol y protagonismo puede generar en el futuro. Asimismo, Roberto Chang (Rutgers University), en [“Política monetaria en países emergentes: manual de instrucciones”](#), describe un nuevo paradigma en la conceptualización de la política monetaria, que rompe con la visión prevalente hasta la Crisis Financiera Global. Este paradigma, ya adoptado por la literatura académica, se construye sobre la visión y práctica de los hacedores de política de los países pequeños y abiertos, como el Perú. Finalmente, Saki Bigio (UCLA), en [“Política monetaria: una nueva perspectiva”](#) traza paralelos entre el trabajo desempeñado en el banco central a inicios del siglo, con las investigaciones académicas de los últimos años. Recoger la visión de los hacedores de política de nuestros países habla no solo de su capacidad y olfato para crear una visión propia, sino también de su coraje para implementarla cuando aún eran vistas con escepticismo por la academia, las instituciones multilaterales y los bancos centrales de países en desarrollo.

Las charlas se llevaron a cabo en una coyuntura marcada por la crisis de la pandemia de la COVID-19, así como un entorno de alta incertidumbre política cargada de voces que demandan, con más pasión que razón, cambios drásticos en materia económica. Muchos de los problemas actuales guardan estrecha relación con políticas y decisiones pasadas. En varias de las charlas aparecieron referencias

al visionario trabajo sobre “la reforma incompleta” de [Abusada, Du Bois, Morón y Valderrama \(2000\)](#), cuya relectura nos permite comprender mejor por qué el Perú no logró en otras dimensiones el mismo éxito que en lo macroeconómico. Esperamos que el libro sea de utilidad en esta coyuntura, no solo para poner en valor los logros obtenidos, sino también para estimular el intercambio de ideas que impulsen completar las reformas aún incompletas.

Este libro es también un homenaje póstumo a Renzo Rossini, quien tuvo una destacada trayectoria como funcionario del BCR y reconocido profesor de la Universidad del Pacífico. Fue artífice de muchas de las reformas que trajeron solidez a la macroeconomía peruana, lo que lo hizo conocido y reconocido en el gremio nacional de economistas y en el ámbito de la banca central internacional. Sin embargo, es posible que los peruanos no sepan cómo su labor, y la de su equipo en el BCRP, contribuyó y sigue contribuyendo con su bienestar. Renzo fue aquel diligente y brillante servidor público que, silente pero decidido, dedicó su talento y esfuerzo a contribuir con el bienestar de sus conciudadanos. Un legado que celebramos.

[1] Los datos de Seminario (2015) se encuentran en historiaeconomicaperu.up.edu.pe. La actualización se realizó con la serie NY.GDP.PCAP.KD del [Banco Mundial](#) que es también utilizada para calcular la razón respecto al promedio latinoamericano.