

POLÍTICA Y ESTABILIDAD MONETARIA EN EL PERÚ

■
Gustavo Yamada
Diego Winkelried
EDITORES

B 4 6 6 2 3 8



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

POLÍTICA Y ESTABILIDAD MONETARIA EN EL PERÚ

—
Homenaje a Julio Velarde,
Banquero Central del año 2015

—
Gustavo Yamada
Diego Winkelried
EDITORES



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

1

La política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú en los últimos 25 años

*Renzo Rossini**

El presente capítulo muestra la importancia de las condiciones iniciales en el proceso de adopción de las mejores prácticas en el campo de la política monetaria. Para ello, se tratan los casos del fin de la hiperinflación de 1988-1990, la adopción del esquema de metas explícitas de inflación y la introducción de políticas macroprudenciales dentro del marco de políticas del Banco Central de Reserva del Perú. En todos estos casos, el profesor Julio Velarde cumplió un papel primordial en el diseño de los nuevos esquemas de política, tomando en cuenta que se trataba de casos especiales en los que no cabía una copia simple de experiencias previamente adaptadas en otras economías. Así, se muestran los casos exitosos de experiencias singulares, como fueron la eliminación de la hiperinflación empleando un ancla monetaria, el inicio de las metas de inflación en una economía con una dolarización parcial y la adopción de medidas innovadoras para la reducción de la vulnerabilidad financiera asociada a la dolarización del crédito. La puesta en marcha de estos cambios en la estructura de la política monetaria requirió un fuerte sustento analítico y cuantitativo, así como un grado de flexibilidad para corregir acciones que alejaran el cumplimiento del objetivo de brindar una moneda estable.

Palabras clave: política monetaria, inflación, estabilidad financiera, Perú.

Clasificación JEL: E31, E44, E58, N16.

* Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad del autor y no representan, necesariamente, la opinión del Banco Central de Reserva del Perú.

1.1 Introducción

Las políticas económicas eficientes se desenvuelven en marcos definidos en los que se reconocen objetivos claros, instrumentos con los que operar, responsabilidades asignadas con precisión, y mecanismos para comunicar lo que se busca y lo que se logra. En el caso de la política monetaria, estas condiciones se encontraban ausentes, y numerosas injerencias políticas provocaron una hiperinflación de 1.153.755 por ciento entre agosto de 1988 y agosto de 1990 (equivalente a 43 por ciento por mes).

La recuperación de la política monetaria como un medio para contribuir a la estabilidad económica y financiera no fue resultado de la aplicación de una receta conocida, sino más bien un proceso de aprendizaje en el que primó la consideración de las circunstancias particulares en el momento de evaluar las opciones de solución. De esta manera, se fue innovando y adaptando esquemas exitosos a las condiciones propias de nuestra economía, y haciendo correcciones cuando no se alcanzaban los resultados esperados.

En el presente capítulo, se presentan varias experiencias que muestran este proceso de innovación, adaptación y corrección en el caso de la política monetaria, en todas las cuales la participación del actual presidente del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), señor Julio Velarde, fue crucial. Ello, por su insistencia en no descartar de antemano alguna propuesta de solución y por siempre enfatizar la necesidad de contar con un marco cuantitativo que indique la vía más eficaz. Si bien es cierto que una política opera sobre un marco institucional constituido, en la realidad de una economía en desarrollo estas precondiciones se construyen sobre la marcha, con lo cual la visión estratégica del todo permite formular una secuencia viable con un final exitoso.

Se presentan tres casos, documentados también en Rossini y Santos (2015), que corresponden a soluciones inéditas. Así, el fin de la hiperinflación con un tipo de cambio flotante no tenía antecedentes; lo mismo que el uso del encaje bancario como instrumento macropudencial (antes incluso de que se empleara este término para las herramientas que promueven la estabilidad financiera); y, finalmente, la adopción de un régimen de política monetaria de metas de inflación en una economía con un sistema financiero parcialmente dolarizado, bajo una coyuntura que daba señales de deflación. Todos estos cambios mayores en el régimen monetario parten de coyunturas extremas, como fueron la hiperinflación de 1988-1990, la crisis financiera de 1998 y la recesión posterior a esta crisis, ante lo cual la creatividad para definir una solución siempre fue guiada por la rigurosidad y la necesidad de dar resultados.

1.2 El fin de la hiperinflación

La estrategia comúnmente seguida para terminar con una hiperinflación contenía dos elementos fundamentales: acabar con la fuente fiscal de demanda de recursos monetarios y anclar las expectativas inflacionarias mediante un tipo de cambio fijo. Sargent (1982) describe cuatro casos exitosos en los que el ajuste fiscal y un panorama estable para la fijación de precios cerraron el capítulo inflacionario. En el Perú, en los días previos al programa de ajuste de agosto de 1990, predominaba esta visión; en particular, se hablaba de un sobreajuste inicial y fijación posterior del tipo de cambio (*overshooting*), que daría un adelanto cambiario para impulsar la actividad transable.

La defensa del ancla cambiaria enfatizaba, además, que los beneficios de una política monetaria independiente resultaban inferiores frente a la opción de anular las expectativas de devaluación y cerrar los riesgos de una gestión activa del crédito neto del BCRP. Las opciones presentadas eran la fijación del tipo de cambio, la adopción de una junta de convertibilidad (*currency board*) o dar curso legal al dólar.

Sin embargo, existían claras dificultades para que estos esquemas de ancla cambiaria funcionaran. En Velarde y Rodríguez (1992a, 1992b), y luego en Rodríguez, Valderrama y Velarde (2000), se discute sobre las dificultades del esquema del *overshooting* y fijación del tipo de cambio para el caso del Perú de entonces:

1. La diversidad de controles de precios y tarifas en las empresas estatales que importaban combustibles y alimentos conllevó que en la fase final de la hiperinflación no se produzca una correlación plena entre los movimientos de los precios de la economía con los del tipo de cambio del mercado paralelo, quedando importantes disparidades de precios relativos. En dicho escenario, el anclaje del tipo de cambio y los ajustes de precios controlados no asegurarían una corrección instantánea de todos los precios en la economía. De hecho, los ajustes de precios posteriores a la corrección inicial producirían una caída del tipo de cambio real. Los ajustes de precios controlados en agosto de 1990 causaron una inflación mensual de 397 por ciento, y se mantenía aún la incertidumbre de si esos ajustes habían sido suficientes para terminar con las pérdidas de las empresas públicas. Con tal grado de incertidumbre, comprometer la competitividad de la economía a un tipo de cambio fijo resultaba peligroso.
2. Las experiencias fallidas con devaluaciones y tipos de cambio múltiples habían generado incredulidad en el uso del tipo de cambio como instrumento de

política. Asimismo, cuando el tipo de cambio fijo es incompatible con el entorno macroeconómico interno y externo, es común que las autoridades posterguen la decisión de ajuste, con lo cual los problemas se acumulan y la magnitud de la devaluación resulta mayor, muchas veces traumática.

3. Las reservas internacionales netas del BCRP antes del inicio del plan de estabilización eran negativas, US\$ –105,1 millones al 31 de julio de 1990, lo que redundaba en el argumento de la poca fortaleza de la estrategia del ancla cambiaria.

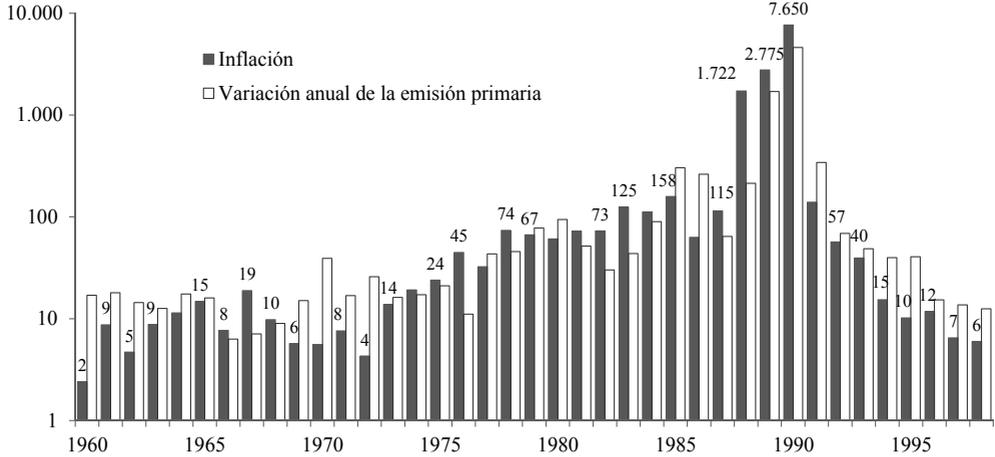
Con estos argumentos, se decidió ensayar por primera vez un intento de quebrar una hiperinflación con un tipo de cambio flotante, sin ningún compromiso sobre el nivel futuro del tipo de cambio. Simultáneamente, el BCRP empezó a recomponer sus reservas internacionales y a satisfacer la demanda por moneda nacional mediante compras de moneda extranjera en el mercado cambiario, con lo cual nacía el régimen cambiario que rige desde entonces: flotación cambiaria con intervención. El tipo de cambio se estabilizó en alrededor de S/ 0,45 y, a partir de septiembre de 1990, el BCRP empezó a limitar sus operaciones cambiarias dentro de un esquema de metas de crecimiento de la base monetaria.

El último crédito del BCRP al sector público se otorgó en agosto de 1990 y fue pagado ese mismo año. Para recuperar a la política fiscal como instrumento de política económica fue necesario terminar con su dependencia del financiamiento del BCRP, por lo que se optó por un manejo que limitaba los gastos a la disponibilidad de ingresos de caja.

El uso de una meta para el crecimiento de la base monetaria exigió desarrollar instrumentos monetarios para estabilizar excesos de liquidez que podrían crearse con la intervención cambiaria o los faltantes de liquidez que podía causar la posición del fisco en el BCRP. Por ello, en 1991 se empezó a subastar Certificados de Depósitos del BCRP (inicialmente denominados Pagarés del BCRP), con los que se lograba esterilizar liquidez que resultaba excesiva de acuerdo a la meta de crecimiento de la base monetaria. Por otro lado, los faltantes de liquidez de la banca se cubrían con créditos de regulación monetaria.

El encaje sobre las obligaciones en moneda nacional de la banca dejó de ser importante dentro de este esquema de regulación de la liquidez de los bancos con instrumentos de mercado, por lo que se bajó su nivel desde 80 por ciento en julio de 1990 al nivel mínimo de la Ley de Bancos (9 por ciento).

Gráfico 1.1 *Inflación y expansión de la base monetaria (porcentajes)*



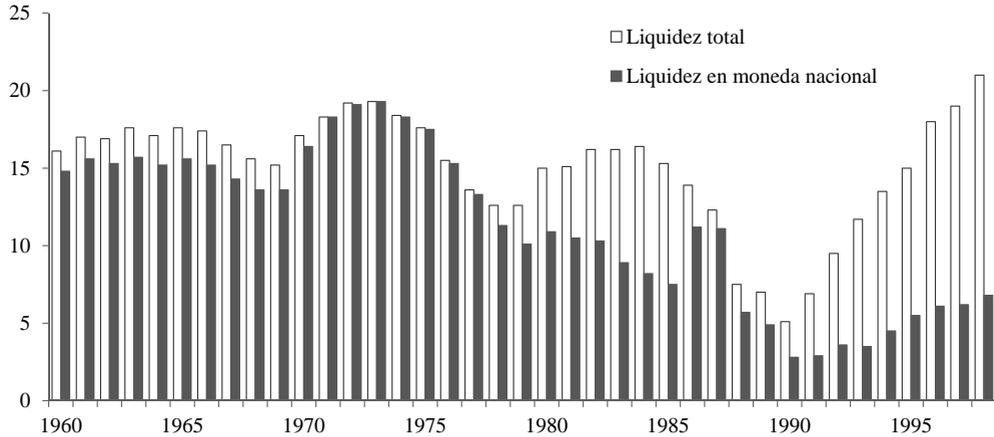
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

En el gráfico 1.1 se muestra la evolución de la inflación y la tasa de crecimiento de la emisión primaria, resaltando las etapas de hiperinflación (1988 a 1990) y estabilización posterior. El esquema de estabilización usando metas de emisión primaria y tipo de cambio flotante no solo eliminó la hiperinflación, sino además condujo a un descenso sustancial de la tasa de inflación.

1.2.1 Los encajes y la estabilidad macrofinanciera

El regreso paulatino a la estabilidad monetaria favoreció la recuperación de los depósitos en el sistema financiero, sobre todo de los depósitos en moneda extranjera con recursos que, por desconfianza en la economía del país, se mantenían localmente fuera del sistema o en entidades financieras del exterior. De esta manera, se fue configurando la dolarización de activos y pasivos del sistema financiero. Los riesgos que se identificaban con la dolarización se asociaban principalmente a la dificultad que tendría el BCRP para operar como prestamista de última instancia en dólares en caso se produjera una corrida de depósitos en dicha moneda. Para mitigar este riesgo, se implantó en 1992 un encaje a los depósitos en moneda extranjera (50 por ciento) mayor que el de los depósitos en moneda nacional (9 por ciento).

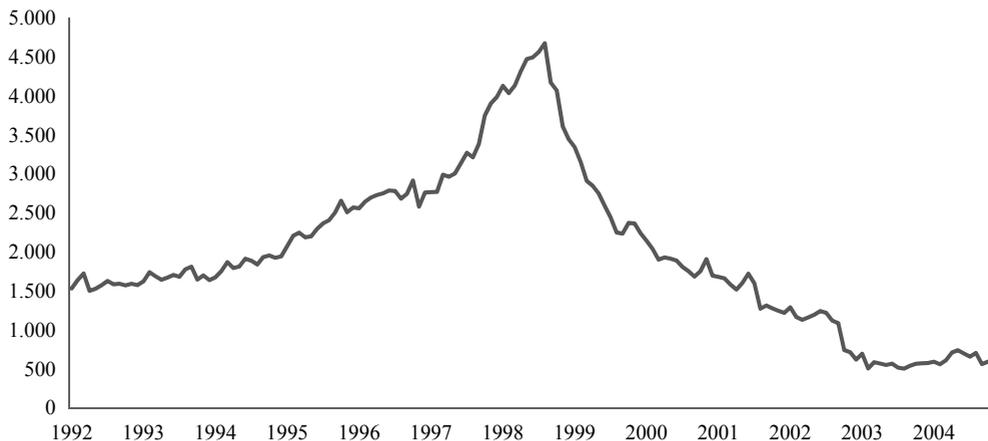
En el gráfico 1.2 se puede constatar que la recuperación de la liquidez del sistema financiero fue principalmente con base en depósitos en moneda extranjera.

Gráfico 1.2 *Coefficientes de monetización (% del PBI)*

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Las menores tasas de interés de la política monetaria de la Fed provocaron un influjo de capitales a las economías emergentes a comienzos de la década de 1990, sobre todo a aquellas que venían teniendo éxito en estabilizar sus economías y lograr impulsar su crecimiento. Para evitar que dichos recursos en moneda extranjera se convirtieran en un flujo no sostenible de crédito, el BCRP usó los encajes a los depósitos en dólares como mecanismo de esterilización, además de sus propias compras de moneda extranjera, las que se esterilizaban con la colocación de sus certificados (CDBCRP).

Los encajes en moneda extranjera se imponían exclusivamente sobre los depósitos, dejando de lado un sustituto cercano como lo son las líneas de créditos de bancos corresponsales externos (véase el gráfico 1.3). El monto de este adeudado creció rápidamente, al culminar el arreglo de la deuda externa con la banca comercial mediante el Plan Brady (mayo de 1997), a US\$ 4.500 millones a mediados de 1998, llegando a ser la fuente más importante de tasas anuales de crecimiento del crédito, entre 30 y 40 por ciento. Este descalce de liquidez entre el plazo de los activos y del endeudamiento creaba una vulnerabilidad seria ante un evento de corrida de estas líneas. De hecho, desde septiembre de 1998, luego de la crisis global de liquidez que produjo la moratoria de la deuda pública de Rusia, empezó a producirse localmente una parálisis en el crédito bancario, en razón del corte de líneas externas a los bancos en el país.

Gráfico 1.3 *Obligaciones de los bancos con el exterior (millones de US\$)*

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

La reacción del BCRP consistió en la reducción de la tasa de encaje y la provisión de créditos de regulación monetaria en dólares a la banca, lo cual no fue suficiente para detener la parálisis del crédito al sector privado. El monto de las reservas internacionales netas a finales de agosto de 1998 era aún limitado (US\$ 10.200 millones, equivalentes a 16 por ciento del PBI de 1998), dado el alto grado de dolarización de la economía.

El retiro de los capitales de corto plazo y la mayor incertidumbre económica internacional causaron una depreciación importante del sol, e hicieron evidente la vulnerabilidad generada por la dolarización, asociada con la pérdida patrimonial que enfrentaban empresas y familias con créditos en moneda extranjera no respaldados por activos o ingresos en dicha moneda. Este descalce cambiario en los balances del sector privado empeoró la situación del sector privado, que iba quedando sin la posibilidad de renovar sus créditos con los bancos.

La contracción crediticia y el deterioro patrimonial trajeron consigo una segunda ronda de efectos negativos, como son el deterioro de la actividad económica y el empeoramiento de la calidad de la cartera de créditos, los cuales retroalimentaban la contracción crediticia.

Este círculo vicioso terminó con la caída del número de bancos y con un número importante de quiebras de empresas. La reconstitución de los balances de empresas

y familias tomo un tiempo largo, de manera que recién en 2003 el crédito al sector privado empezó nuevamente a crecer¹.

La experiencia de la crisis financiera de 1998 llevó a replantear la estrategia de prevención de crisis y de actuación durante las mismas, habiéndose llegado a la conclusión de que resultaba necesario evitar tendencias insostenibles en el volumen de crédito, lo cual se encuadraba en la función de regular el crédito del sistema financiero que le asigna la Constitución al BCRP (artículo 84.º)².

Para terminar con la sustitución de depósitos por adeudados, se impuso inicialmente un encaje a todas las líneas del exterior, para luego afectar solo a las de corto plazo, de manera que se enfocaba más precisamente el riesgo y se alentaba la extensión del plazo de las obligaciones. Asimismo, se optó por poner a los adeudados externos una tasa mayor que a los depósitos locales. La tasa de encaje fue incluso mayor de 100 por ciento cuando se trataba de capitales externos que estacionaban en moneda local. Las tasas de encaje se modificaron según la coyuntura, teniéndose alzas en los períodos de influjos de capitales o reducciones, como fue el caso de la reacción a la crisis financiera internacional de septiembre de 2008 (véase el gráfico 1.4).

La reacción en momentos de crisis es fundamental para evitar situaciones de pánico o de aumento desmedido de la aversión al riesgo de los bancos. Por ello, el accionar del BCRP como ofertante oportuno y significativo de liquidez, se orienta a asegurar que puede apoyar a los bancos ante cualquier corrida de fondos. Un ejemplo de esta actuación lo constituye el caso de la crisis financiera internacional, en la que

¹ Entre los efectos de la crisis financiera iniciada en 1998 destacan: (i) la contracción de las líneas de crédito externas, de 50 por ciento entre agosto de 1998 y agosto de 1999; (ii) una depreciación real de 13 por ciento entre agosto de 1998 y agosto de 1999; (iii) la contracción del ratio crédito a PBI, de 28 por ciento en 1999 a 18 por ciento en 2004; (iv) un incremento en la cartera pesada de los bancos, de 5 por ciento en 1996 a 10 por ciento en 2000; (v) una reducción en el número de bancos, de 26 en 1996 a 14 en 2004; y (vi) un incremento en el número de insolvencias empresariales, de 250 por año entre 1986-1987 a 1.200 por año entre 1989-2002.

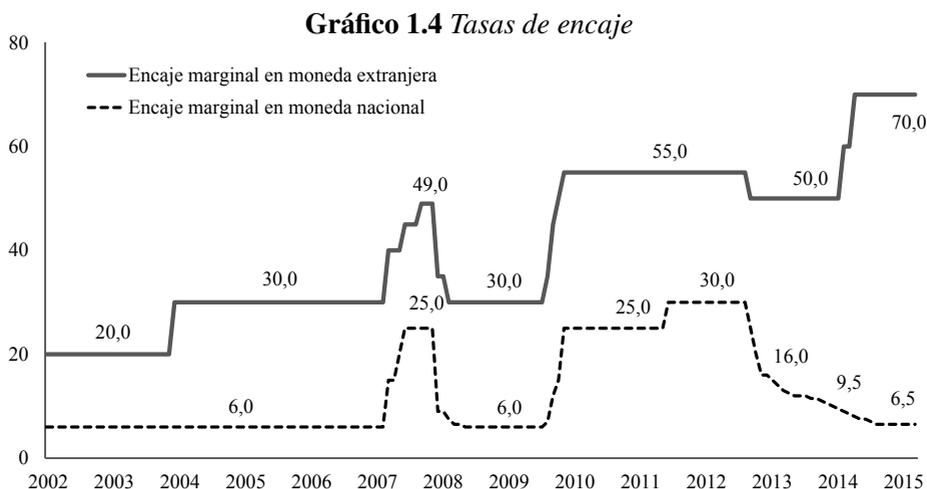
² “Artículo 84.- El Banco Central es persona jurídica de derecho público. Tiene autonomía en el marco de su Ley Orgánica.

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.

El Banco informa al país, exacta y periódicamente, sobre el estado de las finanzas nacionales, bajo responsabilidad de su Directorio.

El Banco está prohibido de conceder financiamiento al erario, salvo la compra en el mercado secundario, de valores emitidos por el Tesoro Público, dentro del límite que señala su Ley Orgánica”.

el BCRP llegó a proveer liquidez por el equivalente de 9 por ciento del PBI anual en el último trimestre de 2008 mediante financiamiento mayor de un año, intervenciones cambiarias y reducciones de los encajes. Estas acciones eran apoyadas por las reservas internacionales que se fueron acumulando preventivamente desde 2002 y que llegaron a constituir en el año 2008 el equivalente a 26 por ciento del PBI.



Nota: encajes efectivos, como porcentaje de las obligaciones sujetas a encaje.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Con estos pasos, el BCRP se fue abriendo un campo más amplio que el control monetario, al incluir acciones que, ahora se conoce, conducen a la estabilidad macrofinanciera. La innovación en la gestión del BCRP para atacar vulnerabilidades financieras incluye el uso de encajes adicionales para las entidades financieras que no reducen sus créditos en dólares para financiar automóviles e hipotecas desde 2014, y sus créditos en dólares en general desde 2015. De esta manera, se ha logrado reducir la importancia del crédito en moneda extranjera en el total del crédito de 40 por ciento en el año 2013 a 30 por ciento en 2015.

La estabilidad macrofinanciera considera cómo descalces y excesos en los mercados financieros y de capitales pueden retroalimentar negativamente a las condiciones macroeconómicas. A la fecha, el BCRP se encuentra limitado al uso de un solo instrumento como el encaje para alcanzar logros en estos campos, lo cual requiere de una discusión más amplia para la asignación legal de una gama mayor de instrumentos, para no sobrecargar al encaje en varias tareas.

1.2.2 Metas de inflación en el Perú

La crisis financiera de 1998 y las dificultades políticas en el país pasaban su factura a la actividad productiva, lo que amenazaba además con la posibilidad de una deflación. Por lo demás, el régimen monetario basado en metas de crecimiento de la emisión primaria no alcanzaba a lograr los resultados esperados en términos de comunicación de la política monetaria. El BCRP en este contexto no lograba que el sector privado comprendiera la posición de su política monetaria, su objetivo y los instrumentos que emplearía. En resumen, el Banco había perdido efectividad para alcanzar su objetivo o para recuperarlo en caso se presentara una desviación.

Por ello, se empezó a trabajar en la adopción del esquema de metas explícitas de inflación que habían adoptado Nueva Zelanda en 1990, Canadá en 1991 y, en la región, Chile en 1999. Este régimen, además de contar con una meta explícita de inflación, requiere de un marco cuantitativo que permita proyectar la inflación con la finalidad de adoptar un ajuste monetario temprano y apropiado.

La gestión de la política monetaria con metas de inflación requiere también la autonomía del BCRP y el mandato legal claro sobre su compromiso antiinflacionario. En ambos casos, la nueva Ley Orgánica del BCRP de 1992 y la Constitución de 1993 daban un nuevo marco institucional adecuado para que el Banco adopte el nuevo esquema de política monetaria.

Para poner en marcha el régimen de metas de inflación, se desarrolló un marco analítico (el cual se puede revisar en los distintos artículos de la *Revista Estudios Económicos* del Banco Central) y se contó además con la cooperación internacional de los bancos centrales de Canadá, Inglaterra y República Checa, y del Fondo Monetario Internacional. Las propuestas iniciales se plantearon en el año 2000 y fueron consideradas en el año 2001 por el Directorio del Banco. Resultaba interesante que el esquema de metas de inflación nacía en el Perú con dos peculiaridades: la inflación inicial era negativa y menor que el rango meta, y se trataba de una economía parcialmente dolarizada.

La discusión académica sobre la puesta en marcha de esquemas de metas de inflación en economías emergentes a finales de la década de 1990 ponía énfasis en las condiciones necesarias que se debía implementar con anticipación. Entre estas condiciones estaba la autonomía del Banco Central, es decir la independencia del Banco Central para manejar sus instrumentos operativos y que no se encuentren limitados por consideraciones de la situación fiscal, del sector externo o de la solidez

del sistema financiero. Si bien la economía tenía un sistema financiero dolarizado y con una solvencia que venía recuperándose, se concluyó que era posible adoptar el nuevo esquema, reconociéndose que las mejoras se podrán implementar gradualmente.

Fijado el rango meta de inflación anual de 1,5 a 3,5 por ciento desde 2002, y de 1 a 3 por ciento desde 2007, fue importante pasar gradualmente a una meta operativa de tasa de interés. Para ello, en 2002 se empezó a trabajar con el saldo de liquidez interbancaria y a aprender a conocer la reacción de la tasa de interés en este mercado.

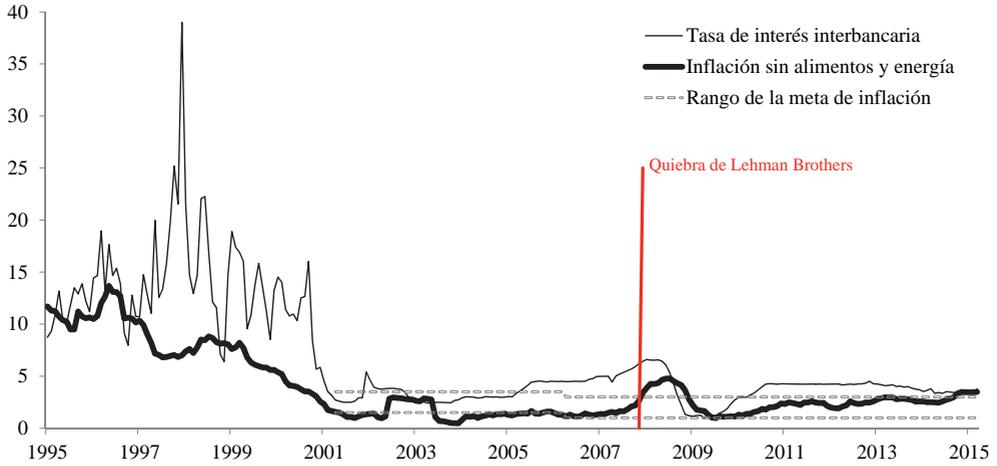
En 2003, se optó por pasar a trabajar con una meta operativa de tasa de interés de política monetaria que guía la evolución de la tasa de interés del mercado interbancario. En el gráfico 1.5 se puede corroborar la reducción significativa de la tasa de interés interbancaria en moneda nacional desde 2002, lo cual permitió que esta tasa sea fundamental para la política monetaria. Se observa también que el BCRP consigue con este nuevo manejo poder desarrollar una política contracíclica, como fue el caso de la reducción de tasas de interés ante los efectos recesivos y deflacionarios de la crisis financiera internacional de 2008.

El cambio del rango meta de inflación, de uno centrado en 2,5 por ciento a uno centrado en 2 por ciento, se sustentó por la necesidad de tener una tasa similar a las de nuestros principales socios comerciales, de manera que la meta no señalice que la moneda local tenga que depreciarse continuamente.

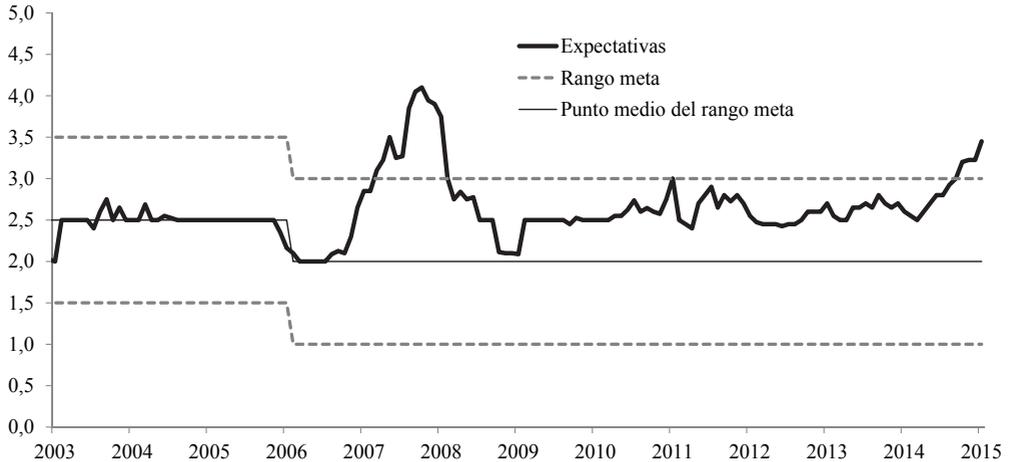
Los resultados muestran que la inflación promedio desde la introducción del esquema de metas de inflación en 2002 ha sido 2,7 por ciento y la inflación tendencial (sin alimentos y energía), 2,1 por ciento. Más importante aún es que las expectativas de inflación han estado fuera del rango meta solo en 15 meses de los 168 meses de aplicación del esquema de metas de inflación, demostrando su efectividad para anclar las expectativas inflacionarias (véase el gráfico 1.6).

1.3 Conclusiones

Los casos presentados muestran tres situaciones dramáticas para la economía que exigieron formular cambios importantes en el régimen monetario. En todos ellos se requirió originalidad para innovar y adaptarse, así como flexibilidad para corregir errores, siguiéndose siempre como guía la obtención de resultados. En estos casos está presente la importancia del nuevo marco institucional de autonomía y mandatos claros del BCRP, que le permiten actuar con anticipación y brindar resultados.

Gráfico 1.5 Tasa de interés interbancaria e inflación (porcentajes)

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Gráfico 1.6 Expectativas de inflación para el próximo año (porcentaje)

Nota: las expectativas corresponden al promedio de las respuestas de empresas del sistema financiero y de analistas económicos a la Encuesta Mensual de Expectativas del Banco Central de Reserva del Perú.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Referencias

- Rodríguez, M., Valderrama, J., y Velarde, J. (2000). El programa de estabilización. En Abusada, R., Du Bois, F., Morón, E., y Valderrama, J., editores, *La Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa*, volumen 1, capítulo 3, páginas 91–119. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía, Lima.
- Rossini, R. y Santos, A. (2015). Peru's recent economic history: From stagnation, disarray, and mismanagement to growth, stability, and quality policies. En Werner, A. y Santos, A., editores, *Peru, Staying the Course of Economic Success*, Excerpt, capítulo 2, páginas 9–33. International Monetary Fund.
- Sargent, T. J. (1982). The ends of four big inflations. En *Inflation: Causes and Effects*, NBER Chapters, páginas 41–98. National Bureau of Economic Research.
- Velarde, J. y 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. y Rodríguez, M. (1992b). Programa económico de 1990: Evaluación del primer año. Documento de Trabajo 2, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, Lima.