

# HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

## LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS



**MARCO ORTIZ  
DIEGO WINKELRIED**  
Editores



UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO

**60** AÑOS

# **HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020**

## **LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS**

**MARCO ORTIZ  
DIEGO WINKELRIED**  
Editores



**UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO**

**60** AÑOS

# El camino hacia la inflación de un dígito

HUGO PEREA \*

*Este capítulo describe el proceso de transición de la inflación en el Perú desde altas tasas hacia niveles de un solo dígito, tras el programa de estabilización de inicios de la década de 1990. Se discute cómo el manejo cuidadoso y prospectivo del crecimiento de los agregados monetarios junto con el anuncio de metas de inflación, a través de las cartas de intención con el Fondo Monetario Internacional y otros medios, proporcionó un ancla nominal que guiara las expectativas de inflación en la economía. Ello permitió al Banco Central de Reserva del Perú ganar credibilidad y construir reputación como un banco central comprometido con el mandato constitucional de estabilidad de precios.*

## 1 Introducción

En el año 1997, la inflación fue de menos de 7 por ciento; por primera vez en 26 años, desde 1972, la inflación registró una cifra de un solo dígito. Ello se consiguió después de varios años en los que el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) había estado enfocado en desinflar los precios en la economía con el propósito de alcanzar una inflación de nivel internacional, para así generar confianza en la moneda nacional, evitar que la gente tenga la necesidad de buscar un activo de refugio o una moneda distinta, como el dólar, y fomentar las tenencias de soles en un contexto en donde la moneda no pierda su poder adquisitivo.

Este capítulo lo he esbozado en seis partes para explicar y entender este proceso y aquilatarlo en su verdadera dimensión. En la segunda sección, hago una breve retrospectiva de por qué terminamos hacia finales de los ochenta con una hiperinflación. Uno se pregunta: si en el BCRP siempre ha habido gente muy bien calificada, ¿cómo se pudo haber terminado en una situación tan complicada? Lo que trasciende de esa sección es que la acumulación de una serie de desequilibrios macroeconómicos derivó, entre otras cosas, en una gran contracción de la econo-

---

\* Agradezco a los organizadores por permitirme compartir, desde un enfoque coloquial, esta experiencia casi personal como funcionario del BCRP en momentos de reforma y retos. Aprendí de gente muy valiosa incluido, por supuesto, el mismo Renzo Rossini, a quien dedico este relato.

mía y una hiperinflación. Si a ello le agregamos un banco central que en aquella época no era independiente, tenemos los ingredientes para llegar a esa situación tan caótica.

En la tercera parte describo el programa de estabilización y la magnitud del reto que se asumió. En la cuarta sección, me centro en contar el proceso de desinflación que tuvimos durante los noventa. El enfoque que se usó en aquella época era el de control de agregados monetarios que al inicio sirvió muy bien para desinflar la economía, pero que paulatinamente fue mostrando algunos problemas para poder seguir reduciendo la inflación. En la quinta parte abordo cómo se consolida el contexto de estabilidad de precios que tenemos actualmente, tras la adopción de un esquema de metas explícitas de inflación. Reservo la última sección para mis comentarios finales.

## **2 Choques, mala gestión e hiperinflación**

¿Cómo distintos choques y malas respuestas de política nos llevaron a una situación de caída del producto e hiperinflación? La evolución del PBI real per cápita del Perú desde 1950 cuenta muchas historias interesantes. Este periodo puede dividirse en tres subperiodos: el primero desde 1950 hasta mediados de la década de 1970; el segundo, de 1976 hasta 1990; el tercero, va de 1991 hasta la actualidad. En el primer y tercer subperiodo se observan crecimientos sostenidos, lo que invita a preguntarnos qué tienen en común esos dos subperiodos. La respuesta es que se trata de periodos de relativa estabilidad macroeconómica: inflación comparativamente baja y finanzas públicas razonablemente saneadas. En el ínterin se observa todo lo contrario: estancamiento, volatilidad y crisis que finaliza con una caída impresionante del PBI: entre 1988 y 1990, el PBI se contrajo cerca de 25 %, y el PBI per cápita lo hizo en aproximadamente 30 %. Si ponemos esta pérdida en términos absolutos, el PBI real de 1990 retrocedió a los niveles que habíamos registrado treinta años antes, en 1960. Claramente, una debacle económica muy pocas veces vista en nuestra historia republicana.

¿Por qué el Perú llegó a una situación tan complicada? Una primera explicación se debe a la ocurrencia de choques que encontraron una mala respuesta de política por parte de las autoridades de la época. Primero, los choques petroleros de los años setenta. Segundo, el Fenómeno del Niño de 1983, posiblemente el fenómeno climático más severo de los últimos setenta años. Tercero, la crisis de la deuda latinoamericana, que se inicia con la declaración de moratoria por parte de México y se extiende rápidamente hacia otras economías de la región, cortándose los flujos de capitales y dando origen a la denominada “década perdida”. Cuarto, también en 1983, la Reserva Federal de EE. UU. estuvo inmersa en un proceso de ajuste



monetario muy fuerte que posiblemente gatilló la mencionada crisis de la deuda y dificultó más la situación de la región.

Los dos primeros choques son básicamente choques de oferta. No obstante, cuando uno revisa el diagnóstico y el tipo de respuesta de las autoridades de turno encuentra inconsistencia en la forma como se enfrentaron estos eventos. La respuesta fue vía políticas expansionistas que, lejos de mitigar los estragos del choque de oferta, condujeron al estancamiento de la economía con inflación; es decir, una estanflación. Así, parte de lo registrado durante los setenta y la primera mitad de los ochenta es producto de una mala gestión de política frente a choques de oferta que, por supuesto, dificultó el normal desenvolvimiento de la economía.

La situación se complica aún más a mediados de los ochenta, ya que había mucha presión política en un contexto de estancamiento e inflación galopante. Se implementaron un conjunto de políticas, que llamaré “singulares”, que terminaron siendo desastrosas para la economía. Por un lado, cuando inicia la administración en julio de 1985 se dan medidas para reactivar la demanda interna: una fuerte expansión del crédito dirigido por el mismo sector público; recortes impositivos realmente agresivos que disminuyeron la presión tributaria como porcentaje del PBI a casi la mitad, de 15 a 8 %; y un fuerte incremento del empleo público junto con aumentos en sus remuneraciones, ocasionando una gran expansión de la planilla estatal. Por el lado de la inflación, se ensayaron una serie de acciones que sabemos son erradas: controles de precios sobre productos de la canasta de consumo; controles de tasas de interés que generaron represión y exclusión del sistema financiero de diversos agentes económicos; y subsidios generalizados e indiscriminados que no se ajustaban de manera oportuna al entorno inflacionario. Todo ello contribuyó, por supuesto, a generar un abultado déficit fiscal.

Por el lado externo, las distorsiones también eran numerosas. Había un esquema muy complejo de tipos de cambio múltiples, muchas restricciones para importar a través de la imposición de aranceles elevados o directamente con limitaciones cuantitativas para ciertas importaciones y, tal vez lo más emblemático de las peculiares políticas económicas de los ochenta, el límite del equivalente al 10 % de las exportaciones para el pago de la deuda externa.

Para resumir el contexto de aquella época, tendríamos una economía básicamente cerrada con mucho proteccionismo y bajo el paradigma de la sustitución de importaciones para industrializar el país; una fuerte intervención del Estado y de empresas estatales en diversas actividades como la minería, telecomunicaciones, sistema financiero y transportes; un contexto de controles de precios, tipos de cambio administrados, tasas de interés reales negativas e intervención vía salarios; bajo respeto a los derechos de propiedad en un contexto de estatizaciones y estabilidad laboral absoluta. En general, un entorno poco competitivo; una economía

sin incentivos para generar riqueza, para invertir, para crear empleo de calidad o para ahorrar. En ese contexto obviamente la debacle económica era inevitable.

Al inicio, las políticas expansionistas tuvieron una respuesta deseable, por decirlo de alguna manera, desde el punto de vista social. Partiendo de una economía estancada en la primera mitad de la década, con una modesta tasa de crecimiento del PBI real de 2 % en 1985, se creció aceleradamente y hacia el año 1987 la tasa de crecimiento del PBI real alcanzó 9.7 %. Sin embargo, a partir de ese momento se registra un deterioro considerable de muchos indicadores económicos en la medida que los desequilibrios económicos que se habían acumulado comenzaron a hacerse evidentes. El PBI real decreció por tres años consecutivos en 9, 12 y 5 % en 1988, 1989 y 1990, respectivamente, configurando así una recesión sumamente severa. A su vez, la inflación que comenzó en 158 % el año 1985 cerró la década en 7,650 %. Los resultados están a la vista: en términos de gestión económica, el periodo fue un desastre.

Tal vez uno de los elementos más destacables de los desequilibrios macroeconómicos de aquella época sea el abultado déficit fiscal. Durante todos los setenta y, sobre todo, la segunda mitad de los ochenta encontramos con frecuencia déficits fiscales superiores al 11 % del PBI. No estamos hablando de épocas de pandemia. Eran déficits enormes por ser financiados y que en general eran monetizados por el BCRP. Sencillamente, el gobierno no tenía posibilidad de financiar su presupuesto a través de la recaudación porque esta había caído; no tenía suficiente credibilidad como para endeudarse interna ni externamente, recuerden que se había limitado el pago de la deuda externa; y, por lo tanto, la única forma de financiar estos déficits era mediante la emisión monetaria, la maquinita.

Por supuesto, esto generaba un entorno de mucha inestabilidad en el que las finanzas públicas empezaban a hacer agua, y podíamos tener a alguien que disruptivamente convocaba un discurso por televisión nacional y salía el ministro de turno de aquella época a anunciar paquetes de medidas paliativas, como la eliminación de ciertos subsidios, lo que en el Perú ha devenido en llamarse los famosos “paquetazos”. Así, el contexto de desequilibrios fiscales generaba un entorno de alta incertidumbre que dificultaba enormemente tomar decisiones de inversión para acumular capital y generar riqueza. Los peruanos en vez de concentrar esfuerzos en producir, innovar o realizar emprendimientos andábamos ocupados y preocupados pensando: ¿Qué hará el gobierno? ¿Con qué sorpresa vendrá en esta ocasión?

Como sobreviviente de la hiperinflación, afirmo que por el lado monetario también veíamos desesperanza. Perú ha tenido una de las hiperinflaciones más largas jamás registradas. Usualmente, las hiperinflaciones son eventos que no duran mucho tiempo; las hiperinflaciones clásicas, como por ejemplo la alemana duró entre doce y catorce meses, tal vez la más larga de aquella época fue la hiperin-

flación rusa de los años veinte; pero Perú estuvo en hiperinflación prácticamente durante tres años con tasas de inflación que comenzaron en 1,722 % en 1988 y terminaron, como ya se dijo, en 7,650 % en 1990. A estos niveles, se observa una fuerte correspondencia entre el crecimiento de la base monetaria, de la emisión primaria, y la inflación. Ello se documenta con detalle en Rossini (2016). Por supuesto, la gestión por el lado monetario era muy complicada; el BCRP no tenía independencia y cuando el fisco requería endeudarse no le quedaba otra opción que monetizar los déficits. Más aún, en un contexto de tipo de cambio controlado y esquemas cambiarios múltiples, las reservas también mostraron una caída significativa. Al cierre de 1988, las reservas internacionales netas eran negativas; es decir, el BCRP tenía pasivos de corto plazo superiores a sus tenencias de dólares o de activos como oro. Ocurrió lo mismo en varios meses de 1990.

El panorama era desolador. Hacia finales de los ochenta el Perú empieza a aparecer en publicaciones internacionales, pero para mal. Recuerdo mucho los artículos de Dornbusch (1988) y Corsepius (1989) con nombres como “Perú al borde del precipicio” o “Perú al borde del colapso”.

### **3 El programa de estabilización**

Haber llegado “al borde del colapso” supuso retos formidables en el diseño e implementación del programa de estabilización. Este tuvo como objetivos hacer un ajuste macroeconómico y estructural con la idea de estabilizar los precios y, además, asegurar un conjunto de condiciones mínimas necesarias para poder crecer de manera sostenida en los próximos años. Este conjunto mínimo implicaba asegurar un entorno básico de estabilidad de precios, el saneamiento de las finanzas públicas para reducir la incertidumbre, y eliminar las distorsiones introducidas en la economía que le restaban visibilidad para realizar decisiones de inversión.

El foco del paquete inicial de medidas era reducir, idealmente suprimir, los requerimientos de financiamiento del sector público no financiero, pues las necesidades de financiamiento del fisco se cubrían con expansión monetaria inflacionaria. Asimismo, se requería restablecer los precios relativos que habían sido profundamente distorsionados por la presencia de controles de precios y así evitar una asignación ineficiente de los recursos en la economía. Finalmente, se requería abrir la economía para generar un entorno competitivo.

Las medidas en concreto implicaron dolorosos ajustes de precios: una subida de 3,000 % en el precio de los combustibles y de alrededor de 1,000 % en las tarifas de servicios públicos básicos como agua, telefonía y electricidad. Además, se redujeron las exoneraciones tributarias, en particular al impuesto al valor agregado, y se crearon algunos impuestos temporales a la vez que se fortaleció la administra-

ción tributaria con la creación de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (Sunat). De igual modo, se eliminaron restricciones a las importaciones y se liberalizó la cuenta de capitales. Por último, aunque socialmente sensible, el recorte del empleo en el sector público fue inevitable y necesario. Se generaron incentivos para reducir aproximadamente 50 mil puestos de trabajo estatales, cerca del 10 % de toda la planilla estatal sin considerar a las fuerzas armadas. Este fue un esfuerzo significativo y que por supuesto generaba desazón en las personas que perdían su puesto de trabajo. Como paliativo, se creó un programa de emergencia social para ayudar a las personas que se vieron más afectadas por este ajuste.

Los logros fueron casi inmediatos. Primero, una drástica reducción del déficit del gobierno que cerraba el año 1989 en alrededor del 9 % del PBI y pasó a niveles de 3.5 %. Segundo, se eliminaron los controles de precios, controles cambiarios y controles de capitales, a la vez que se permitió que los privados puedan hacer actividades que antes estaban básicamente reservadas para el sector público. Tercero, se inició un proceso de franca desinflación.

Por el lado monetario había algunos elementos de acalorado debate, discutidos en Rodríguez, Valderrama, y Velarde (2000). Hasta poco antes del lanzamiento del programa de estabilización se mantuvo vigente la duda sobre si se estabilizaría la economía dolarizándola o fijando el tipo de cambio, o mediante un esquema de control de agregados monetarios. La gran ventaja de dolarizar es que se elimina *de facto* la inflación casi de un día a otro, pues al no tener banco central la inflación vigente en el país sería la importada. A pesar de que ello subsana el problema inflacionario de manera inmediata en un contexto donde las autoridades han perdido credibilidad, la decisión puede generar problemas a futuro, ya que tener como banco central a la Reserva Federal de EE. UU., que sería el caso al dolarizar o fijar el tipo de cambio, no necesariamente es conveniente para un país como el Perú. Los ciclos económicos del Perú y EE. UU. no están necesariamente sincronizados, por lo que los ajustes monetarios de la Reserva Federal podrían ser magnificadores de choques. Por otro lado, otra de las razones en contra fue que había tal distorsión de precios que no se sabía dónde fijar el tipo de cambio. Esta incertidumbre hacía pensar que podrían formarse rezagos cambiarios que luego generen desequilibrios en las cuentas externas y que comprometan la credibilidad del programa de ajuste. Ante ello, se optó por el control de agregados monetarios que detallaré más adelante.

Eliminar la dominancia fiscal sobre las acciones monetarias requirió de medidas de corto plazo orientadas a reducir la necesidad de financiamiento del fisco. Como una solución más permanente, se fortaleció el marco institucional sobre el que opera la política monetaria en el Perú. A inicio de los noventa veníamos con la herencia reciente de la discusión que habían tenido los países del hemisferio norte



sobre la importancia de tener bancos centrales independientes y autónomos para controlar de mejor manera la inflación. Una investigación representativa de este debate, el estudio de Alesina y Summers (1993), calcula un indicador de independencia del banco central y muestra que aquellos países que tienen los bancos centrales más autónomos son los países que precisamente registran no solo menor inflación, sino también menor volatilidad de esta variable. Además, se ofreció evidencia, aunque algo más débil, de que los bancos centrales más independientes podían tener inflaciones más bajas sin que ello induzca una mayor volatilidad del producto, es decir, el hecho de preocuparse mucho por tener una inflación baja no implicaba necesariamente una mayor volatilidad del producto. Una especie de lonche gratis por tener un banco central autónomo. Véase Jácome y Vázquez (2008) y Pérez, Quispe, y Rodríguez (2016) para una discusión más reciente.

Esa influencia se recoge finalmente en el desarrollo institucional para el BCRP y que se puede resumir en dos elementos legales presentes en el artículo 84 de la constitución. Primero, este dice que la finalidad del BCRP es preservar la estabilidad monetaria, léase como estabilidad de precios como único objetivo. Además, establece que el BCRP está prohibido de conceder financiamiento al Tesoro. En simple, el BCRP, por una prohibición constitucional, no puede prestarle dinero al gobierno.

El segundo elemento, en el mismo artículo, menciona explícitamente que el BCRP tiene autonomía dentro de su Ley Orgánica. A su vez, esta Ley Orgánica establece las faltas graves que son causales por las que el Directorio puede ser removido: no se puede conceder financiamiento al Tesoro; no se puede hacer aportes de capital para bancos de fomento; no se puede establecer tipos de cambios múltiples (otra forma de expandir la oferta monetaria), entre otras similares. Este marco institucional consagró la independencia del BCRP y sentó las bases para que pueda implementar la desinflación de los noventa.

#### **4 El control de agregados monetarios**

Como mencioné, las autoridades que asumieron el gobierno en julio de 1990 optaron por un esquema de control de agregados monetarios. El esquema consistía en gestionar instrumentos bajo el control directo del BCRP mientras se planteaba como objetivo la inflación. Para monitorear que los movimientos de estos instrumentos sean consistentes con los objetivos inflacionarios trazados, se puso como meta intermedia el crecimiento de algún agregado monetario que, finalmente, serviría como el ancla nominal de la economía. El agregado monetario reacciona antes y de manera más predecible a los cambios en los instrumentos, y guarda una relación, inicialmente estable, con la inflación.

Lo que hacíamos en el BCRP en aquella época era una política monetaria que quizá sonaría rudimentaria para los estándares actuales. La idea era realizar ejercicios de programación monetaria; es decir, determinar cuánto se deben expandir los agregados monetarios para que sean consistentes con una proyección de crecimiento de la economía y con un objetivo de inflación. Entonces, si uno mira parte de la ecuación cuantitativa (oferta monetaria por velocidad de circulación es igual al nivel de precios por el PBI real), la proyección del crecimiento del PBI real más la inflación objetivo menos un estimado del cambio porcentual en la velocidad de circulación del dinero equivalía a cuánto debería crecer un agregado monetario amplio, como la liquidez en soles. A su vez, la liquidez en soles tiene una relación con la base monetaria que es lo que controla directamente el BCRP, es parte de su balance, y eso nos permitía decidir, finalmente, cuánto dinero tenía que inyectarse dados los supuestos del programa monetario.

Al inicio, esta estrategia funcionó bien y la economía comenzó a desinflarse rápidamente: la inflación cayó de 7,650 % en 1990 a 139 % en 1991 a 57 % en 1992 a 39 % en 1993 y a 15 % en 1994. Esta evolución, por supuesto, fue acompañada de la desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios.

Sin embargo, hacia mediados de los noventa empezaron a asomar algunas limitaciones con esta ancla nominal. La primera fue que la relación entre desaceleración de la emisión primaria y la inflación comenzó a debilitarse. A mediados de los noventa ocurrió un cambio importante en la demanda por soles, específicamente una reducción en su velocidad de circulación. Así, en 1994 vemos que a pesar de que la emisión primaria se aceleraba, la inflación seguía cayendo. El público empezó a quedarse con los soles que el BCRP emitía, se iba generando confianza en la moneda, lo que no era inconsecuente con el objetivo de seguir reduciendo la inflación. No obstante, se hacía cada vez más difícil guiar las expectativas del público y tener un ancla nominal clara.

Imaginen que el BCRP anuncia que la base monetaria va a crecer 10 %. ¿Eso qué le dice al público? Un empresario, por ejemplo, necesita formar precios y la información sobre el crecimiento de la base monetaria no le es particularmente útil. Por ello, el BCRP empezó a publicar los rangos metas para la inflación de sus ejercicios de programación monetaria. Estos se publicaban en los acuerdos de los programas con el Fondo Monetario Internacional, haciendo que el ancla nominal sea en efecto una combinación del crecimiento de algún agregado monetario con anuncios de metas de inflación. No era un esquema de metas de inflación como el que después se adoptó, con rendición de cuentas o modelos de proyección, pero estos anuncios de inflación fueron un claro primer paso hacia esa dirección. Winkelried (2017) muestra que la estrategia fue exitosa en guiar las expectativas de inflación hacia niveles bajos a los que los agentes no estaban acostumbrados.

Otro problema es que cuando se fija un agregado monetario las tasas de interés son endógenas y resultan particularmente volátiles, sobre todo en un contexto donde la demanda por dinero fluctúa constantemente. Había una mayor preferencia por soles y empezaban a desarrollarse los medios de pago electrónicos, lo que dificultaba aún más seguir guiando las expectativas del público mediante el control de agregados monetarios.

Hacia finales de la década de 1990, se hizo el esfuerzo de controlar un agregado monetario un poco más estrecho, la cuenta corriente que mantienen los bancos comerciales en el BCRP, pero ello no redujo significativamente la volatilidad de las tasas de interés interbancarias. El esquema de control de agregados monetarios fue muy útil para desinflar la economía y llevar la inflación a tasas internacionales. Consolidar lo ganado requería, no obstante, de un cambio de paradigma.

## **5 Las metas explícitas de inflación**

Dada la necesidad de ir adaptando la política monetaria para proporcionar anclas nominales adecuadas para la formación de expectativas del público, durante la segunda mitad de los noventa se empezó a evaluar la posibilidad de que el BCRP se mueva a un esquema de metas explícitas de inflación. Recuerdo con claridad que Renzo Rossini encargó esta evaluación y se hicieron una serie de investigaciones respecto de cómo le había ido a Nueva Zelanda, al Banco Central de Canadá y al Banco de Inglaterra con este tipo de esquemas, en ese entonces algo experimentales. Véase Perea y Soto (1997). Estas experiencias generaron una impresión favorable en el personal técnico del BCRP y se comenzaron las preparaciones para el cambio de esquema hacia las metas de inflación, lo que tomó algunos años.

En el caso del Perú, como se explica en Rossini (2001), las metas de inflación se adoptaron en un contexto muy particular de reciente crisis del sistema bancario en el que la inflación era negativa. La adopción del esquema se anunció en enero de 2002 dentro de este contexto recesivo. Como en Rossini (2016), lo enfatizo porque fue inusual. En Nueva Zelanda adoptaron el esquema para moverse hacia niveles del 2 %, partiendo de una inflación de 15 %; su propósito fue desinflar la economía. Nosotros enfrentábamos una situación opuesta y seguramente la preocupación de las autoridades que dirigían el BCRP en ese momento era que en el Perú se instalen presiones deflacionarias. Había que transmitir al público que el BCRP no se sentía cómodo con una inflación negativa porque así como la inflación es mala, la deflación conlleva sus propios problemas.

Además, hubo también discusión sobre si cumplíamos los prerequisites necesarios para la adopción de este esquema de metas de inflación. Teníamos claro que existen objetivos distintos a la inflación; por ejemplo, nos preocupaba mucho la

volatilidad cambiaria. Somos una economía parcialmente dolarizada y altos niveles de dolarización pueden limitar la potencia de la política monetaria; nuestros mercados financieros en aquella época estaban poco desarrollados y, por supuesto, preocupaba todavía la fortaleza del sistema bancario. Estos dos últimos elementos le dan capilaridad a la transmisión de los impulsos monetarios y en el Perú el contexto de la época no era el más adecuado.

Finalmente se adoptó el esquema y para ello vino la discusión sobre si debíamos fijar un nivel de precios o de inflación: se adoptó inflación. La definición de la meta debería ser sobre la inflación total o la subyacente: se acordó que fuera la inflación total por un tema de comunicación y transparencia con el público, ya que era posible que la subyacente no fuera bien comprendida. ¿Qué desvío se iba a permitir? Si bien deseamos que la inflación sea un determinado nivel, estaremos sujetos a choques que desvíen la inflación respecto del nivel deseado. Por ello debemos definir la meta como rango o como un punto ancho (*thick point*, un número más o menos un nivel de tolerancia). En fin, una serie de elementos que se discutieron previamente a la adopción de este esquema. Se optó por una meta de inflación de 2.5 %, con más o menos 1 % de desvío tolerado; es decir, se optó por un punto ancho y no un rango. Se podría preguntar por qué no anunciaron un rango entre 1.5 y 3.5 %, y la razón es que se quería enfatizar que el BCRP valoraba especialmente el centro de ese rango. Parece una cuestión trivial, pero cuando uno piensa que ya acabó el proceso desinflationario y quiere darle garantías al inversionista a largo plazo, hace diferencia que el BCRP busque ubicar la inflación en el centro del rango y no en su límite superior. La idea era anclar las expectativas y fortalecer la confianza en la moneda nacional. La meta cambió en 2007 a 2 % más o menos 1 % de tolerancia.

El esquema ha sido realmente exitoso. Desde 2002, la inflación promedio ha sido 2.6 % a pesar de todos los choques de oferta que han afectado a la inflación en algún momento. La inflación subyacente, que elimina estos elementos de oferta, ha promediado el 2.2 % y el anclaje de expectativas es realmente notable: el 86 % del tiempo, las expectativas se han ubicado dentro de lo que el BCRP anuncia como su rango meta. Un claro éxito por parte del BCRP con el uso de este esquema para anclar las expectativas.

Al inicio del esquema de metas de inflación todavía se usó la cuenta corriente, un agregado monetario, como meta operativa. Hacia septiembre de 2003 se migró a la fijación de la tasa de interés de referencia. Este sigue siendo el principal instrumento de la política monetaria hasta la actualidad. Con ello, pasamos de un contexto de tasas de interés tremendamente volátiles a uno de tasas de interés interbancarias muy alineadas con la tasa de referencia.

Además, se desarrollaron mecanismos de transparencia y rendición de cuentas a través de la publicación de la Nota Informativa que se emite luego de la reunión de política monetaria del Directorio del BCRP y Reportes de Inflación. Se desarrollaron modelos de proyección de inflación y macroeconómicos en general, como los descritos en Castillo, Montoro, y Tuesta (2013) y Winkelried (2013), condicionados a la posición de la política monetaria como una guía para la toma de decisiones del BCRP. Después de estos elementos importantes, el BCRP ha seguido evolucionando y ha ido más allá de las metas de inflación, se mantiene como un banco central moderno con gente muy capaz, y con la mirada puesta en elementos que han sido preocupación de la política monetaria a nivel global como la prevención de burbujas de precio de activos, la estabilidad del sistema financiero y la supervisión macroprudencial.

Por eso, me remito al análisis en Rossini, Armas, y Quispe (2014) para mencionar que en realidad lo que ha habido en el Perú es una adopción de un esquema de metas de inflación híbrido y flexible: un componente de estabilidad de precios, el esquema de metas de inflación, con un componente de estabilidad macrofinanciera en donde se racionaliza la necesidad del uso de políticas de encaje, intervenciones cambiarias y la acumulación preventiva de reservas internacionales.

## 6 Comentarios finales

La estabilidad de precios es tal vez una de las principales contribuciones de la política monetaria al bienestar social y sobre todo al bienestar de las personas más vulnerables. La inflación es un impuesto regresivo que afecta más a las personas de bajos ingresos. La consolidación del entorno de estabilidad de precios ha sido un camino largo, pero ha sido el resultado de un conjunto de reformas estructurales y el desarrollo de un marco institucional adecuado.

Además, los resultados favorables que ha obtenido el BCRP en el control de la inflación junto con el reclutamiento de un personal técnico de primer nivel y altamente calificado, han permitido que el BCRP consolide una alta reputación y credibilidad. Estas han permitido potenciar la política monetaria como una herramienta contra cíclica, que frente a choques complicados como la COVID-19 ha podido expandir notablemente la oferta monetaria sin que eso haya alimentado o exacerbado las expectativas de inflación.

El BCRP ha sabido adaptarse a un entorno global, volátil y cambiante. Permanentemente evalúa el uso de instrumentos no convencionales de política monetaria como la flexibilización cuantitativa y el *forward guidance*. Una historia de éxito gracias al aporte de personas como Renzo Rossini en la forma de gestión de la política monetaria y de otras reformas macroeconómicas fundamentales para el Perú.

## Referencias

- Alesina, A., & Summers, L. H. (1993). Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2), 151-162.
- Castillo, P., Montoro, C., & Tuesta, V. (2013). An estimated stochastic general equilibrium model with partial dollarization: A Bayesian approach. *Open Economies Review*, 24(2), 217-265.
- Corsepius, U. (1989). *Peru at the brink of economic collapse: Current problems and policy options* (Kiel Discussion Papers n.º 153). Kiel Institute for the World Economy (IfW).
- Dornbusch, R. (1988). Peru on the brink. *Challenge*, 31(6), 31-37.
- Jácome, L. I., & Vázquez, F. (2008). Is there any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. *European Journal of Political Economy*, 24(4), 788-801.
- Perea, H., & Soto, C. (1997). Consideraciones sobre el esquema de objetivo inflación explícito (inflation targeting). *Revista Estudios Económicos*, 1, 9-31. (Banco Central de Reserva del Perú)
- Pérez, F., Quispe, Z., & Rodríguez, D. (2016). El proceso de institucionalización de la autonomía del Banco Central de Reserva del Perú. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (p. 37-60). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- 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, p. 91-119). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- Rossini, R. (2001). Aspectos de la adopción de un régimen de metas de inflación en el Perú. *Revista Estudios Económicos*, 7, 1-13. (Banco Central de Reserva del Perú)
- 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* (p. 23-35). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Rossini, R., Armas, A., & Quispe, Z. (2014). Global policy spillovers and Peru's monetary policy: Inflation targeting, foreign exchange intervention and reserve requirements. En Bank for International Settlements (Ed.), *The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets* (Vol. 78, p. 241-264). Bank for International Settlements.
- Winkelried, D. (2013). Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: actualización y novedades. *Revista Estudios Económicos*, 26, 9-60. (Banco Central de Reserva del Perú)
- Winkelried, D. (2017). Inferring inflation expectations from fixed-event forecasts. *International Journal of Central Banking*, 13(2), 1-29.