

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

© Marco Ortiz y Diego Winkelried, editores, 2022

De esta edición:

© Universidad del Pacífico
Jr. Gral. Luis Sánchez Cerro 2141
Lima 15072, Perú

Hitos de la reforma macroeconómica peruana 1990-2020. La recompensa de los tamías

Marco Ortiz y Diego Winkelried (editores)

1.ª edición: febrero de 2022

Diseño de la carátula: Ícono Comunicadores

ISBN ebook: 978-9972-57-486-3

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú: 2022-01661

doi: <https://doi.org/10.21678/978-9972-57-486-3>

Libro disponible en fondoeditorial.up.edu.pe

BUP

Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú 1990-2020. La recompensa de los tamías / Marco Ortiz y Diego Winkelried, editores. -- 1ª edición. -- Lima: Universidad del Pacífico, 2022. 391 p.

1. Reforma económica--Perú--1990-2020
 2. Política macroeconómica--Perú--1990-2020
 3. Política monetaria
 4. Inflación
 5. Crisis financiera global, 2008-2009
- I. Ortiz, Marco, editor.
 - II. Winkelried, Diego, editor.
 - III. Universidad del Pacífico (Lima)

330.985 (SCDD)

La Universidad del Pacífico no se solidariza necesariamente con el contenido de los trabajos que publica. Prohibida la reproducción total o parcial de este texto por cualquier medio sin permiso de la Universidad del Pacífico.

Derechos reservados conforme a Ley.

Índice

Prólogo	9
La política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú en los últimos 25 años <i>Renzo Rossini</i>	17
Parte I: Reforma e hitos iniciales	
Programas de estabilización en América Latina <i>Carlos A. Végh</i>	31
Importancia de la independencia del banco central <i>Julián Parra</i>	45
El camino hacia la inflación de un dígito <i>Hugo Perea</i>	57
La experiencia con metas de inflación en América Latina <i>José De Gregorio</i>	69
Parte II: Reformas y consolidación fiscal	
Reformas estructurales en el Perú <i>Carlos Parodi</i>	83
La reinserción financiera del Perú: testimonio <i>Ricardo V. Lago</i>	95
El FMI y la estabilidad macroeconómica peruana <i>Oscar Hendrick</i>	109
Reglas e instituciones fiscales <i>José Valderrama</i>	123
Política y reglas fiscales: evaluación y propuestas de reforma para el Perú <i>Klaus Schmidt-Hebbel</i>	143
Parte III: Estabilidad, crecimiento y bienestar	
Estabilidad macroeconómica y bienestar <i>Gustavo Yamada</i>	167
Crecimiento y desigualdad <i>Luis Carranza</i>	183
Los vínculos entre crecimiento, desigualdad y pobreza <i>Norman Loayza</i>	197

Parte IV: Crisis y aprendizaje

Fortalezas macroeconómicas y retos para el Perú <i>Liliana Rojas-Suárez</i>	211
Gestionando choques de términos de intercambio <i>Luis Gonzalo Llosa</i>	227
Crisis y liquidez: lecciones desde la crisis rusa <i>Guillermo A. Calvo</i>	243
La Crisis Financiera Global de 2008: respuesta de política monetaria y lecciones aprendidas <i>Julio Velarde</i>	255
Lecciones después de la Crisis Financiera Global <i>Vicente Tuesta</i>	273

Parte V: Estabilidad financiera

La SBS y la estabilidad financiera en el Perú <i>Socorro Heysen</i>	285
Propuesta para la regulación bancaria en América Latina y el Caribe <i>Andrew Powell</i>	299
Sector financiero y políticas macroprudenciales <i>José Berróspide</i>	311
Dolarización parcial: ¿adicción o seguro? <i>Marco E. Terrones</i>	327

Parte VI: Hacia un nuevo paradigma en teoría y política monetaria

El fortalecimiento de las políticas monetarias en América Latina y los retos que enfrentan <i>Enrique Alberola</i>	347
Política monetaria en países emergentes: manual de instrucciones <i>Roberto Chang</i>	361
Política monetaria: una nueva perspectiva <i>Saki Bigio</i>	371
Sobre los autores y editores	383

A la memoria de Renzo Rossini,
consejero, amigo, maestro.

Prólogo

MARCO ORTIZ Y DIEGO WINKELRIED

Solo la perspectiva panorámica que otorga el paso del tiempo permite valorar el peso de los eventos históricos. Uno de nuestros ejemplos favoritos ocurre durante el sinecismo de la Grecia Antigua, proceso histórico que da origen a las *polis*, con las leyes de Dracón. Estas consiguieron quitarle a la nobleza la capacidad de interpretar arbitrariamente el código civil, dando un primer paso hacia una legislación que trate a todos por igual. Nos es evidente hoy que las reformas draconianas, aunque conllevaron sacrificios entre sus contemporáneos, fueron un pilar de la democracia.

En este proceso surgieron grandes legisladores, gobernantes y generales. Todos ellos registrados en la historia. Nuestra formación y sesgo profesional nos lleva, sin embargo, a prestarle atención a un personaje particularmente interesante: el *tamías*. Se trata del funcionario que originalmente cortaba (*tenmō*, de ahí el nombre) y repartía la carne en rituales religiosos, pero cuyas labores luego se sofisticaron hasta ser el encargado de las finanzas de las *polis*. Así, el éxito de ciertas campañas militares, el funcionamiento de los grandes templos y de la infraestructura pública, y la prosperidad que comenzaron a experimentar los habitantes de las *polis*, no habrían sido posible sin los buenos oficios del anónimo *tamías*.

En un contexto más actual y local, en este libro tratamos principalmente el proceso histórico que inicia hace tres décadas con las reformas macroeconómicas ocurridas en el Perú a comienzos de la década de 1990. 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 del PBI real e inflación, que las dos primeras décadas del nuevo milenio. Asimismo, los datos en Seminario (2015; Ilustración II-20, p. 256) revelan que desde 1600 no hay un periodo de 30 años con mayor crecimiento per cápita que el que se inicia en 1992, incluso considerando los efectos de la pandemia de la COVID-19.

Visto 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 esfuerzos de reforma más recientes. En esta publicación ofrecemos

un análisis de estas reformas, sus aciertos y sus resultados, así como de la agenda todavía pendiente y de los retos que enfrenta la política macroeconómica en el Perú. Más aún, situamos la experiencia peruana en un contexto internacional en donde los países latinoamericanos, en particular, y las economías emergentes, en general, han buscado implementar sus propias reformas a la vez que enfrentaban episodios de turbulencia financiera internacional sin precedentes.

Este libro es también un homenaje póstumo a Renzo Rossini, quien tuvo una destacada trayectoria como funcionario del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), llegando a ser el Gerente General de esta institución. Renzo fue asimismo un muy apreciado y reconocido profesor del Departamento Académico de Economía de la Universidad del Pacífico. Tuvimos la suerte de que Renzo fuera nuestro profesor de pregrado y nuestro jefe en el BCRP. Sus mayores logros profesionales coinciden con hitos de la reforma macroeconómica en el Perú y, quienes lo conocimos con cierta cercanía, sabemos que hay un punto de causalidad en esa relación. Fue artífice de muchas de las reformas que trajeron solidez a la macroeconomía peruana: directamente en los ámbitos monetario y financiero a través de sus aportes en el BCRP, e indirectamente en otros ámbitos como el fiscal o el tributario mediante su frecuente cooperación con toda entidad gubernamental.

Renzo fue, con razón, conocido y reconocido en el gremio nacional de economistas y en el ámbito de la banca central internacional. Sin embargo, es posible que el peruano común no sepa cómo su labor, y la de su equipo en el BCRP, contribuyó y sigue contribuyendo con su bienestar. Tomando prestada la descripción que hace Yamada (2021), se trata de un “héroe discreto”. Es en ese sentido que Renzo nos recuerda al diligente y brillante tamías, aquel servidor público que, silente pero decidido, dedica su talento y esfuerzo a contribuir con el bienestar de sus conciudadanos. Este es el legado de Renzo que celebramos en estas páginas.

Esta publicación recoge las actas de 24 charlas virtuales ofrecidas por diversos autores en un ciclo de conferencias llevado a cabo entre agosto y diciembre de 2021. Acompaña al libro una página web (<https://tamias.up.edu.pe>) que mantiene un registro de cada uno de los vídeos de estas charlas. Los autores son personas que participaron directamente en las reformas macroeconómicas en el Perú y Latinoamérica, fueron testigos de excepción de las mismas o dedicaron su vida a estudiarlas y entenderlas desde la academia. Queremos expresarles, nuevamente, nuestros sinceros agradecimientos por su participación en este proyecto.

En su concepción original, este proyecto consistía de un ciclo de 8 charlas. Por prevención, hicimos una lista larga de potenciales ponentes, tres por tema, para así asegurarnos de tener las 8 charlas cubiertas en caso algún autor decline nuestra invitación. Al enterarse de que se trataba de un homenaje a Renzo, ninguno declinó y el tamaño del proyecto se vio inmediatamente multiplicado por tres. Ha sido

para nosotros un privilegio lidiar con este inusual exceso de oferta, permitiéndonos canalizar y materializar el deseo de los autores de honrar la memoria de Renzo y su trabajo. Estamos seguros de que Renzo habría visto con agrado cómo en su nombre se analizan y documentan eventos y políticas que repercuten en el bienestar de la población, y con satisfacción profesional cómo el accionar del BCRP ha comenzado a ser un referente regional e incluso global de buenas prácticas de política monetaria. Esta es, para nosotros, la “recompensa de los tamíás”.

El capítulo “La política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú en los últimos 25 años” es de autoría del propio Renzo Rossini y se basa en una charla dada en el año 2015 en conmemoración de los 25 años del sol peruano. Este capítulo deja en claro cómo el BCRP fue exitoso al encarar varios retos presentados desde 1990, algunos formidables. Destaca el ímpetu por buscar soluciones novedosas, no necesariamente extraídas de la historia, y diseñadas tomando en cuenta las particularidades del caso peruano. Es así como el BCRP celebra varios años de conducir la política monetaria del Perú con un esquema de metas de inflación en un contexto de dolarización parcial, con un ojo puesto en la estabilidad financiera.

El libro luego se divide en seis partes. La primera parte cuenta con cuatro capítulos que ponen énfasis en las reformas iniciales de la política monetaria. En el capítulo “Programas de estabilización en América Latina”, Carlos A. Végh discute sobre los programas de estabilización de los últimos 60 años en América Latina. Resulta interesante notar cómo estos programas se enmarcan dentro de 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 el capítulo “Importancia de la independencia del banco central”, Julián Parra 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 capítulo “El camino hacia la inflación de un dígito”, Hugo Perea describe la transición peruana desde el caos de una hiperinflación hacia el goce de una de las inflaciones más bajas y estables del mundo. 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 gradual pero efectiva de la inflación, mientras que sus acciones y objetivos de política monetaria iban ganando credibilidad. 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 desarrolla en el capítulo “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 contiene cinco capítulos que se ocupan 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 describe cómo el proceso de reforma es típicamente una respuesta a una situación crítica y reflexiona sobre algunas reformas aún pendientes. Analiza, además, cómo la estabilidad macroeconómica es una condición *sine qua non* para el bienestar, aunque también es insuficiente.

Ricardo V. Lago, en el capítulo “La reinserción financiera del Perú: testimonio”, describe, como testigo de excepción, el proceso por el cual el Perú logró reinserirse en los mercados de deuda internacionales en el periodo entre 1990 y 1997, tras una pésima gestión de la deuda pública externa durante la década de 1980. Resulta fascinante entender cómo, astutamente, los equipos reformistas del momento encontraron en las condicionalidades de los organismos multilaterales la justificación perfecta para conseguir el apoyo político que las reformas demandaban. Asimismo, en el capítulo “El FMI y la estabilidad macroeconómica peruana”, Oscar Hendrick, otro testigo de excepción, ofrece la visión del Fondo Monetario Internacional (FMI) en este periodo de reinserción y en la consolidación financiera del país. Se presta especial atención a cómo el Perú se “graduó” del FMI, es decir, pasó a ser un acreedor neto por primera vez, curiosamente durante la Crisis Financiera Global.

José Valderrama, en el capítulo “Reglas e instituciones fiscales”, discute los orígenes de las leyes de transparencia y prudencia fiscal, así como de las reglas fiscales 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 complementa con un análisis detallado sobre el marco institucional fiscal del Perú y sobre cómo sus reglas han conseguido tornar la política fiscal de procíclica a acíclica y, en ocasiones, incluso contracíclica. Ello le permite derivar valiosas recomendaciones de política como, por ejemplo, implementar reglas fiscales basadas en cantidades cíclicamente ajustadas.

La tercera parte del libro contiene tres capítulos dedicados a explorar la relación entre estabilidad macroeconómica, crecimiento y bienestar social. En el capítulo “Estabilidad macroeconómica y bienestar”, Gustavo Yamada nos presenta un análisis extensivo del progreso peruano durante las tres décadas que cubre este libro

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 el capítulo “Crecimiento y desigualdad”, Luis Carranza complementa la discusión con la evolución 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 el capítulo “Los vínculos entre crecimiento, desigualdad y pobreza”, Norman Loayza presenta los resultados de un ambicioso meta-estudio sobre los nexos entre crecimiento, pobreza y desigualdad. La evidencia es bastante contundente al concluir que el crecimiento es necesario para reducir la pobreza. El resto de relaciones, por ejemplo si ello implica necesariamente una reducción de la desigualdad, no son tan claras porque dependen mucho del contexto y de las políticas públicas puestas en marcha. 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, en cinco capítulos, los aprendizajes conseguidos al enfrentar varias crisis financieras internacionales mientras se apostaba por fomentar la apertura financiera y comercial. En el capítulo “Fortalezas macroeconómicas y retos para el Perú”, Liliana Rojas-Suárez muestra cómo el buen desempeño macroeconómico en el Perú otorgó al país una 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 el capítulo “Gestionando choques de términos de intercambio”, Luis Gonzalo Llosa nos explica desde la perspectiva teórica y empírica que para una economía primaria exportadora como la peruana, los choques de precios de *commodities*, además de ser relevantes, tienen varios efectos reales y distributivos a través de una gran cantidad de canales de transmisión. Eso hace que gestionar los efectos de esos choques sea una tarea muy compleja. Es importante y necesario explorar alternativas y estrategias de gestión de riesgos que permitan al país protegerse o cubrirse de estas fluctuaciones.

En el capítulo “Crisis y liquidez: lecciones desde la crisis rusa”, Guillermo A. Calvo nos 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, sin mayores precedentes en cuanto a su magnitud, pero muy acertadas. Estas permitieron sortear la Crisis Financiera Global con relativa calma. En el capítulo “La Crisis Financiera Global de 2008: respuesta de política monetaria y lecciones aprendidas”, Julio Velarde 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 tan incierto como retador. En el capítulo “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 contiene cuatro capítulos sobre la evolución del sistema financiero y sus políticas afines. Socorro Heysen, en el capítulo “La SBS y la estabilidad financiera en el Perú”, describe los importantes avances logrados por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (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. Un aspecto que cabe destacar es cómo la SBS ha conseguido adecuar con éxito muchos de los lineamientos de los Acuerdos de Basilea, pero con flexibilidad, haciéndolos funcionales a las particularidades del sistema financiero local. Sobre esta noción, en el capítulo “Propuesta para la regulación bancaria en América Latina y el Caribe”, Andrew Powell desarrolla una propuesta de mejora para la regulación y supervisión financiera en América Latina y el Caribe.

José Berróspide, en el capítulo “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 en el sistema financiero o amplificadas por este. Provee una interesante discusión sobre indicadores de alerta temprana y líneas de acción que las autoridades que resguardan la estabilidad financiera podrían adoptar. Por su parte, Marco E. Terrones, en el capítulo “Dolarización parcial: ¿adicción o seguro?”, describe el proceso de desdolarización financiera peruano. 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. El análisis permite reflexionar sobre cuál podría ser un nivel de dolarización óptima en una economía como la peruana.

La sexta parte del libro contiene tres ensayos que vinculan el pasado con el presente y el futuro del quehacer de la política monetaria. Primero, en el capítulo

“El fortalecimiento de las políticas monetarias en América Latina y los retos que enfrentan”, Enrique Alberola nos presenta el esquema de política seguido por los bancos centrales de América Latina para hacer frente a las crisis internacionales y a la, todavía vigente, crisis ocasionada por la pandemia. Asimismo, discute los retos que su expandido rol y protagonismo puede generar en el futuro. Por su parte, Roberto Chang, en el capítulo “Política monetaria en países emergentes: manual de instrucciones”, describe un nuevo paradigma en la conceptualización de la política monetaria, que constituye una ruptura de la visión prevalente hasta la Crisis Financiera Global. Este nuevo paradigma, ahora adoptado por la literatura académica, se construye en gran parte sobre la visión y práctica de los hacedores de política de los países pequeños y abiertos, como el Perú. Finalmente, Saki Bigio, en el capítulo “Política monetaria: una nueva perspectiva”, reflexiona sobre esta nueva perspectiva, trazando 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.

El ciclo de conferencias se llevó a cabo en una coyuntura marcada por la crisis sanitaria y económica causada por 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 y discusiones afines 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 presente 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 lleven a completar las reformas aún incompletas.

Esperamos igualmente que este libro pueda ser utilizado por varios públicos a lo largo de los años. Para los decisores de política económica en el Perú y otros países emergentes, como una referencia útil a la hora de cotejar opciones de política en mundos tan cambiantes y volátiles. Para los estudiantes de economía, finanzas y carreras afines, como material de consulta relevante. Y para los futuros historiadores de la vida económica del país, como un referente que intenta un balance de estas tres décadas de hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, logrados fundamentalmente por la visión y el talento de nuestros tamías.

El ciclo de charlas y la edición de este libro no habrían sido posible sin la colaboración de muchas personas a quienes deseamos agradecer profundamente. Primero, a un revisor anónimo por sus acertadas sugerencias sobre la estructura y el contenido del libro. Lamentamos que el tiempo nos haya sido ingrato y no nos haya permitido atender su sugerencia de incluir temas, apuntados también en Abusada *et al.* (2000), como la reforma comercial y tributaria. Segundo, a Arlette Beltrán y María Elena Romero quienes, desde el Vicerrectorado de Investigación y el Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico, respectivamente, acompañaron y apoyaron diligentemente todo el proceso, desde idear el homenaje hasta culminar con el libro. Tercero, a Adrián Armas, Eduardo Morón y Marco Vega, quienes nos ayudaron a validar los temas del ciclo de charlas, así como la lista de autores. Cuarto, a Mónica Medina por su constante interés en el desarrollo de las charlas y su presencia. Quinto, a Chio Pacheco por su continuo apoyo en la coordinación de las charlas y en la titánica tarea de transcribirlas. Sexto, a Gabriela Bendezú y Christopher Meléndez, quienes hicieron un pulcro trabajo como asistentes de investigación de este proyecto. Séptimo, a Diana Alvildo y Krystel Salinas por el apoyo en la difusión de las charlas y en su soporte técnico. Una vez más, nuestra gratitud a los autores por su entusiasmo, docencia y sabiduría.

Finalmente, gracias a Renzo Rossini por su ejemplo, su mentoría y su amistad.

Referencias

- Abusada, R., Du Bois, F., Morón, E., & Valderrama, J. (Eds.). (2000). *La reforma incompleta. Rescatando los noventa*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- Ortiz, M., & Winkelried, D. (2021). El largo camino hacia la estabilidad macroeconómica. En A. Beltrán, C. Sanborn, & G. Yamada (Eds.), *En búsqueda de un desarrollo integral: 20 ensayos en torno al Perú del bicentenario* (p. 27-54). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Seminario, B. (2015). *El Desarrollo de la economía Peruana en la era moderna. precios, población, demanda y producción desde 1700*. Lima: Universidad del Pacífico.
- Yamada, G. (2021). Renzo Rossini, el gran héroe discreto. *Semana Económica* (Febrero 17).

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

RENZO ROSSINI*

Este capítulo muestra la importancia de las condiciones iniciales en el proceso de adopción de mejores prácticas en el campo de las políticas del Banco Central de Reserva del Perú. Se tratan casos exitosos de experiencias singulares en los que no había una copia simple de experiencias previamente adaptadas en otras economías. A saber: la eliminación de la hiperinflación de 1988 a 1990 empleando un ancla monetaria; la adopción del esquema de metas explícitas de inflación 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.

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 % entre agosto de 1988 y agosto de 1990 (43 % 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

* Nota de los editores: Este capítulo reproduce el contenido de Rossini (2016), con el permiso del Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico. Fue originalmente escrito para celebrar la designación de Julio Velarde como Banquero Central del Año por *The Banker* en 2015. Se han introducido cambios menores para adecuarse al formato de este libro.

Nota del autor: 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.

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 macroprudencial (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.

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 %, 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 nació 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.

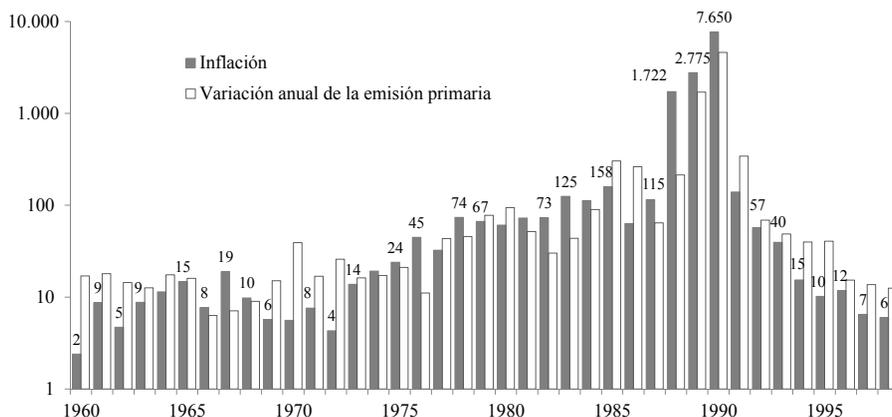
El encaje sobre las obligaciones en moneda nacional de la banca dejó de ser importante dentro de este esquema de regulación de la liquidez de los bancos con instrumentos de mercado, por lo que se bajó su nivel desde 80 % en julio de 1990 al nivel mínimo de la Ley de Bancos (9 %).

En la figura 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 que además condujo a un descenso sustancial de la tasa de inflación.

3 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 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. En la figura 2 se puede constatar que la recuperación de la liquidez del sistema financiero fue principalmente con base en depósitos en moneda extranjera.

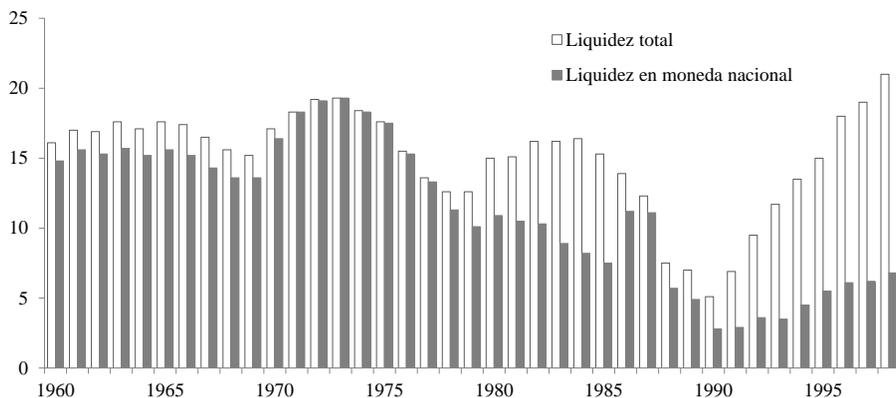
Figura 1
Inflación y expansión de la base monetaria (porcentajes)



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

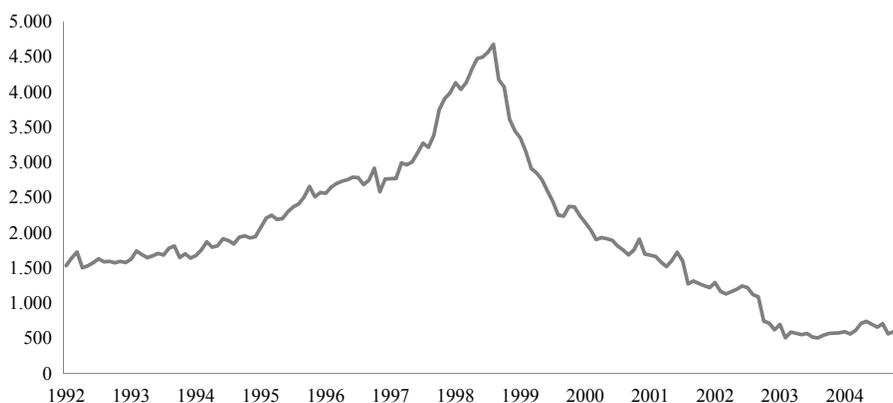
Los riesgos que se identificaban con la dolarización se asociaban principalmente a la dificultad que tendría el BCRP para operar como prestamista de última instancia en dólares en caso se produjera una corrida de depósitos en dicha moneda.

Figura 2
Coeficientes de monetización (% del PBI)



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

Figura 3
Obligaciones de los bancos con el exterior (millones de US\$)



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

Para mitigar este riesgo, se implantó en 1992 un encaje a los depósitos en moneda extranjera (50 %) mayor que el de los depósitos en moneda nacional (9 %).

Las menores tasas de interés de la política monetaria de la Fed provocaron un influxo 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 la figura 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 %. 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.

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 (unos US\$ 10,200 millones, equivalentes a 16 % 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 tomó 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 BCRP².

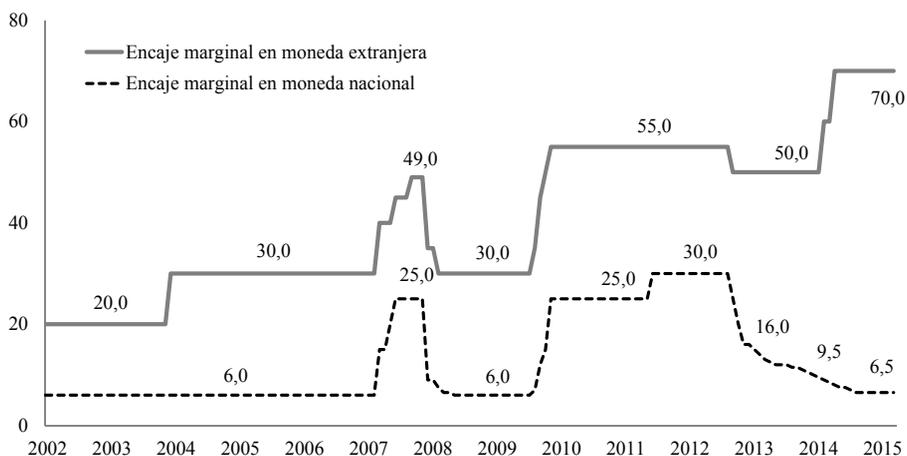
¹ Entre los efectos de la crisis financiera iniciada en 1998 destacan: (i) la contracción de las líneas de crédito externas, de 50 % entre agosto de 1998 y agosto de 1999; (ii) una depreciación real de 13 % entre agosto de 1998 y agosto de 1999; (iii) la contracción del ratio crédito a PBI, de 28 % en 1999 a 18 % en 2004; (iv) un incremento en la cartera pesada de los bancos, de 5 % en 1996 a 10 % 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”.

Figura 4
Tasas de encaje



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

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

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 en 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 % 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 la figura 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 el BCRP llegó a proveer liquidez por el equivalente de 9 % 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 % del PBI.

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 % en el año 2013 a 30 % 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.

4 Metas de inflación en el Perú

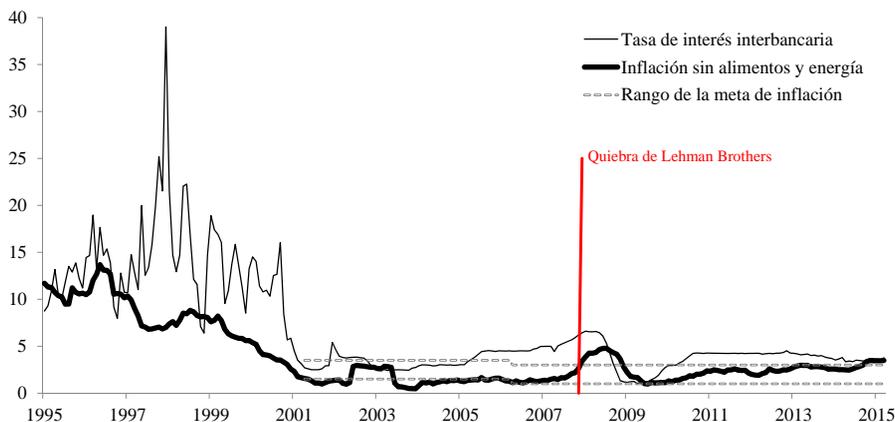
La crisis financiera de 1998 y las dificultades políticas en el país pasaban su factura a la actividad productiva, lo que amenazaba además con la posibilidad de una deflación. Por lo demás, el régimen monetario basado en metas de crecimiento de la emisión primaria no alcanzaba a lograr los resultados 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

Figura 5
Tasa de interés interbancaria e inflación (porcentajes)



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

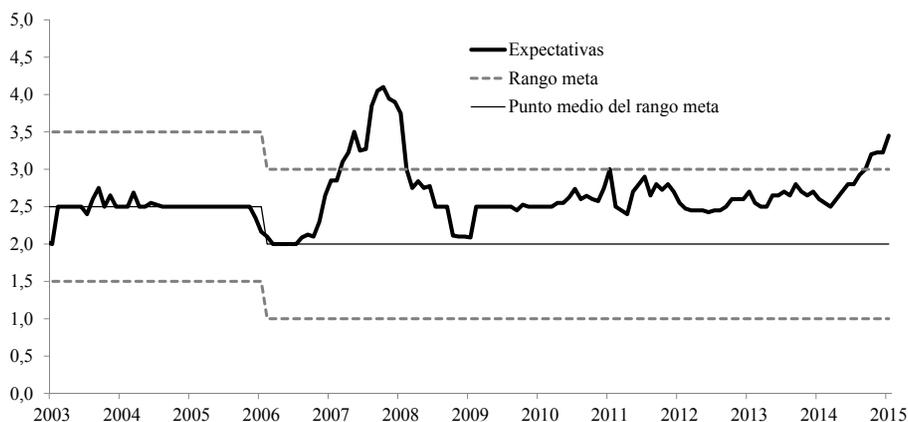
Monetario Internacional. Las propuestas iniciales se plantearon en el año 2000 y fueron consideradas en el año 2001 por el Directorio del Banco. Resultaba interesante que el esquema de metas de inflación nacía en el Perú con dos peculiaridades: la inflación inicial era negativa y menor que el rango meta, 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 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 % desde 2002, y de 1 a 3 % 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 la figura 5 se puede corroborar la reducción significativa de la

Figura 6
Expectativas de inflación para el próximo año (porcentaje)



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

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

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 % a uno centrado en 2 %, 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 % y la inflación tendencial (sin alimentos y energía), 2,1 %. 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 la figura 6).

5 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.

Referencias

- 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. (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., & 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* (p. 9-33). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Sargent, T. J. (1982). The ends of four big inflations. En R. E. Hall (Ed.), *Inflation: Causes and effects* (p. 41-98). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Velarde, J., & Rodríguez, M. (1992a). *Lineamientos para un programa de estabilización drástico* (Documento de Trabajo n.º 1). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Velarde, J., & Rodríguez, M. (1992b). *Programa económico de 1990: evaluación del primer año* (Documento de Trabajo n.º 2). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.

Parte I

Reforma e hitos iniciales

Programas de estabilización en América Latina

CARLOS A. VÉGH*

Este capítulo repasa los programas de estabilización llevados a cabo en la región desde finales de la década de 1950. Se analizan sus fundamentos e implementación, así como sus aciertos y fracasos. En particular, se hace énfasis en la distinción entre programas de ajuste heterodoxos y ortodoxos y, dentro de los ortodoxos, los basados en la fijación del tipo de cambio versus el control de la oferta de dinero, como en el caso peruano. Finalmente se hacen paralelos con la situación actual de la región y las dificultades existentes para dar el último paso en la conquista de la inflación.

1 Introducción

Este capítulo trata sobre sesenta años de programas de estabilización en América Latina, la experiencia y sus lecciones. Considero que es un tema clave en la historia macroeconómica de la región. Su relevancia no es solamente histórica, sino que continúa vigente. La razón es que, si bien es cierto que la región ha conquistado el flagelo inflacionario, en buena medida esta conquista aún no ha sido total.

La inflación, por ejemplo, sigue aquejando a Argentina, que presenta tasas por encima de 50 %, y a Venezuela, con una hiperinflación de varios años. También encontramos a países como Brasil, que si bien logró conquistar la inflación con el Plan Real de 1994, recientemente ha experimentado tasas de inflación mayores al 10 %, lo que obligó al Banco Central de Brasil a subir la tasa de política monetaria (Selic) de 2 % a 9.25 % durante el año 2021. Concluimos, entonces, que el fenómeno inflacionario y de las políticas antiinflacionarias en América Latina es un tema sobre el que uno, si tuviera el talento de Gabriel García Márquez, podría escribir los 100 años de inflación y de programas de estabilización. Ello a pesar de las recientes experiencias exitosas en el control de la inflación, como las de Chile y Perú.

* Es un gran honor poder participar en este homenaje a nuestro estimado amigo Renzo Rossini, a quien muchos admiramos y extrañamos. El capítulo está basado en gran parte en Végh (1992), Calvo y Végh (1999) y Reinhart y Végh (1999).

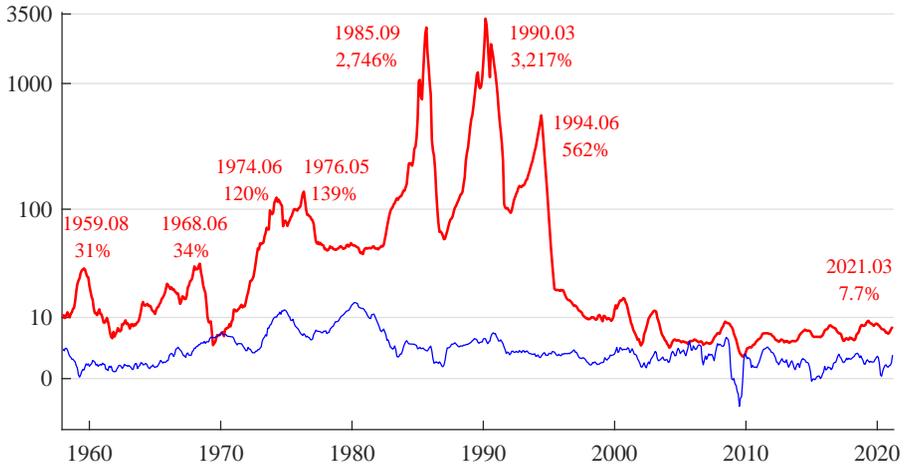
El resto del capítulo se divide en seis secciones. La segunda trata del fenómeno de la inflación crónica en América Latina, importante para entender los 60 años de programas de estabilización. La tercera sección discute las anclas nominales: cambiaria o monetaria. Esta ancla va a determinar todos los precios nominales de la economía. En la cuarta sección se hace una revisión de las lecciones aprendidas, o supuestamente aprendidas porque las podemos aplicar hoy y, en efecto, hay una continuación de las políticas antiinflacionarias con los regímenes de metas de inflación actuales. En la quinta sección se tiende un puente entre el pasado y el presente, planteando lo que llamo “el nuevo desafío”. Finalmente, en la última sección se presentan las conclusiones en las que se discute el “paso final”. Si bien uno puede decir que países como Chile o Perú han conseguido bajar la inflación después de 60 años a niveles internacionales del orden de 2 %, no hemos conseguido, como región, dar el paso final y converger a estas tasas de inflación. Por ende, esta última sección discute los obstáculos para dar ese último salto al 2 % y converger finalmente al nivel de inflación internacional.

2 Inflación crónica en América Latina

Nuestra región tiene una larga historia inflacionaria que se remonta por lo menos ochenta años atrás. Por ejemplo, un país como Uruguay ya en los años cuarenta tenía una inflación de casi 6 % comparada con una inflación en EE. UU. de 1.5 %. Podemos decir que la historia de la inflación en Latinoamérica empezó en los años cuarenta, por lo que llevamos 80 años de inflación alta en la región.

En la década de los años cincuenta, la inflación anual de EE. UU. era 1.9 %. Esta tasa de inflación contrasta con inflaciones muy altas observadas en la región para la época: 24.8 %, 58.4 %, 18 %, 34.6 %, 6.9 % y 13 % en Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, México y Uruguay, respectivamente. Una instancia sumamente importante en la historia inflacionaria de la región es el libro del economista cubano Felipe Pazos, que acuña el término de “inflación crónica” (Pazos, 1972). El principal aporte de Pazos, quien fue el fundador y primer presidente del Banco Central de Cuba en el año 1959, fue diferenciar las inflaciones crónicas de las hiperinflaciones clásicas estudiadas en Cagan (1956). Las hiperinflaciones son episodios de inflación enorme, de más de 50 % mensual, severos pero de corta duración. Se pueden medir en meses; por ejemplo, la hiperinflación alemana duró 14 meses. En cambio, una inflación crónica es una inflación más alta que en los países industriales, no necesariamente enorme, pero muy persistente. Se mide en años e inclusive en décadas. Esta distinción es muy importante desde un punto de vista histórico y también conceptual, ya que permite entender mejor el proceso inflacionario de la región y, así, diseñar programas antiinflacionarios que permitan conquistarlo.

Figura 1
Inflación en América Latina y en EE. UU., 1958-2020 (variación % interanual)

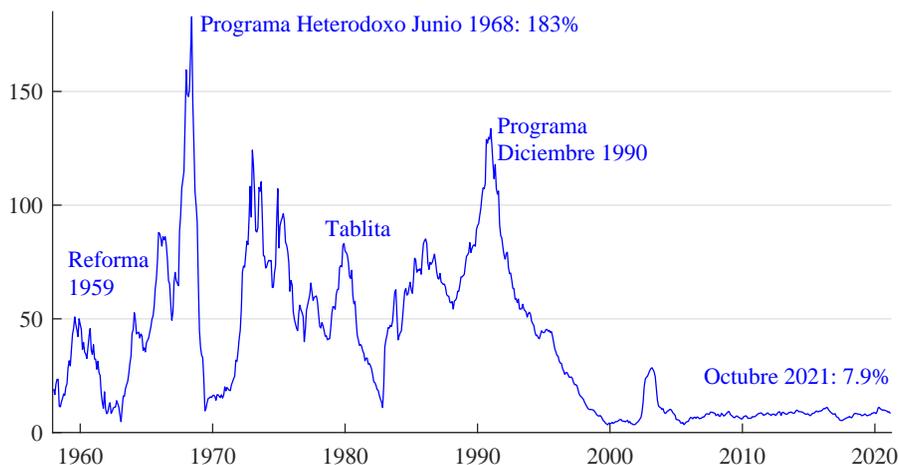


Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

Dada la persistencia, los países con inflación crónica aprendían a convivir con este tipo de inflación mediante la creación de mecanismos de indización, en particular de precios y salarios. La indización genera, a su vez, ajustes y subidas de precios y salarios en función de la inflación pasada contribuyendo a la persistencia inflacionaria. El fenómeno de inflación inercial es importante porque hacía que fuese raro ver una aceleración de la inflación crónica, como sí ocurría con hiperinflaciones cuyas dinámicas son explosivas. Una aceleración de la inflación crónica era posible; pero, cuando ocurría, la inflación encontraba un nuevo techo. Finalmente, otra diferencia muy importante es que las hiperinflaciones clásicas tenían un claro origen fiscal, mientras que en las inflaciones crónicas el origen fiscal era menos obvio.

En la figura 1 mostramos la historia de la inflación en América Latina. La línea roja es el promedio de las tasas de inflación de 12 meses de los nueve países más importantes de la región; la línea azul es la inflación en EE. UU. Observamos un período de inflación crónica que empieza en el año 1958 con tasas de más del 30 %, después sube a consecuencia del choque petrolero de 1973. Los dos picos corresponden a los picos hiperinflacionarios de Bolivia en el año 1985 y Perú en 1990. Después ocurren una serie de programas antiinflacionarios exitosos en la primera mitad de los años noventa que consiguen conquistar la inflación. Por conquistar se entiende reducir la inflación por debajo del 10 %. Como indiqué, no

Figura 2
Uruguay: programas de estabilización y tasa de inflación



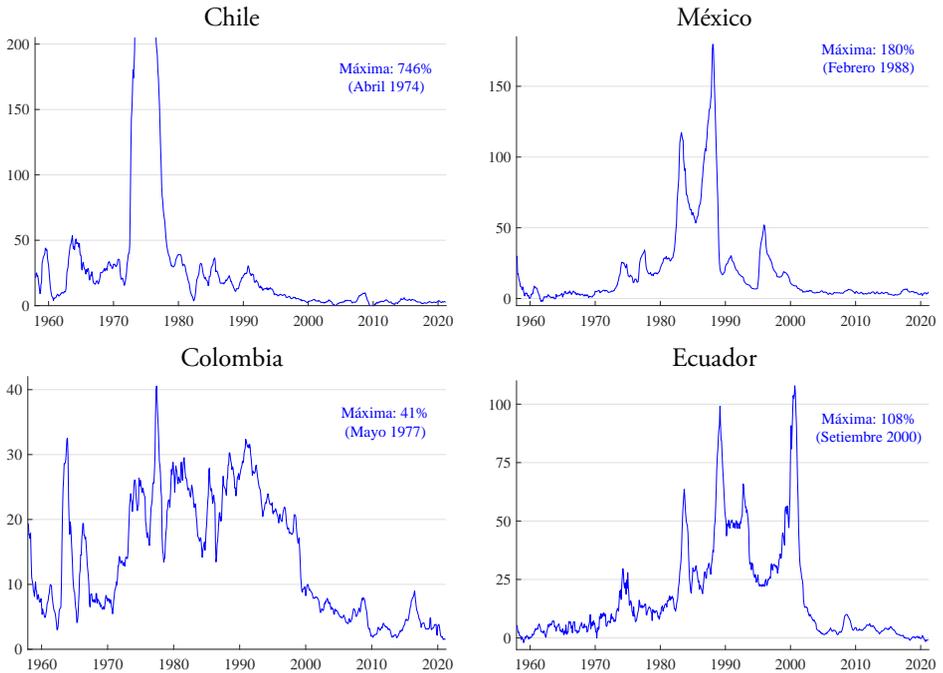
Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

logramos alcanzar las tasas intencionales, lo que implica que los bancos centrales deben continuar en un estado de alerta permanente. Por ejemplo, en marzo de 2021, la inflación de la región en promedio fue 7.7 % y en EE. UU. 2.3 %. Esta diferencia de 5 puntos porcentuales, que a veces se expande, es “el último paso” que todavía falta dar y espero que ocurra en los próximos diez o quince años.

En la figura 2, muestro la experiencia de Uruguay. Si Felipe Pazos pudiera ver lo que ha ocurrido en Uruguay, creo que estaría de acuerdo conmigo en que Uruguay ha sido por excelencia el país de inflación crónica de la región. La inflación en Uruguay empezó muy temprano; ya en el año 1959, cuando ocurrió el primer programa antiinflacionario importante, Uruguay tenía una inflación del 50 % y continuó con una inflación crónica que alcanzó un pico de 183 %. El país necesitó de cuatro programas antiinflacionarios importantes: La Reforma Monetaria y Cambiaria de 1959, el Programa Heterodoxo de 1968, la Tablita de 1978 y el Programa de Diciembre de 1990, que finalmente consiguió bajar la inflación por debajo del 10 %. El pico que se observa luego del año 2000 ocurrió por el fin de la convertibilidad en Argentina.

La conquista de la inflación en Uruguay ha sido “una victoria nerviosa” porque, si bien llevamos básicamente 20 años con inflación menor del 10 %, aún observamos tasas cercanas al 10 %. Por ejemplo, en octubre de 2021 la inflación era 7.9 %. Este festejo de 20 años se da, por tanto, con nerviosismo. En muchos paí-

Figura 3
Variedades de inflación crónica: Chile, México, Colombia y Ecuador

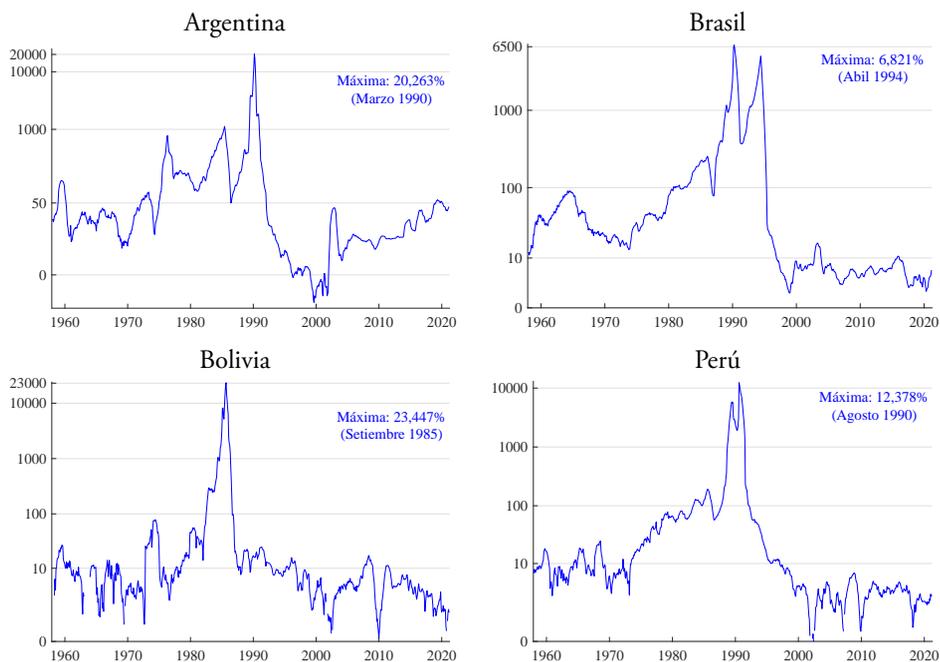


Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

ses de Latinoamérica, a pesar de que se ha conquistado la inflación y se ha logrado que permanezca en un dígito, no se ha conseguido llevarla a niveles internacionales. Dado esto, siempre existe ansiedad en los agentes económicos de que ante un choque negativo externo o un déficit fiscal importante, la inflación supere el 10 %.

La figura 3 muestra distintos ejemplos de inflaciones crónicas. Está el caso de Chile que ha sido un país de inflación crónica, aunque baja. Tuvo un pico importante en abril de 1974; y después hubo un programa inflacionario bastante exitoso. Similar es el caso de México que tuvo inflación crónica muchos años, alcanzó un pico en 1988 y después tuvo una conquista casi definitiva de la inflación con un programa heterodoxo. Colombia ha sido un país de inflación relativamente baja en comparación con otros países y ha conseguido reducir la inflación a 10 %, pero no mucho más. Finalmente, Ecuador inició el milenio adoptando una dolarización completa de la economía; desde entonces, como la única moneda que circula en Ecuador es el dólar, la inflación es la misma que en EE.UU.

Figura 4
Inflación crónica con brotes hiperinflacionarios e hiperinflaciones



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

En la figura 4 se muestra el caso de Argentina y Brasil que son historias de inflación crónica, pero con lo que yo llamo “brotes hiperinflacionarios”. Para completar el panorama, la figura también muestra las hiperinflaciones latinas que sí cumplen con el criterio de las hiperinflaciones de Cagan: Bolivia y Perú.

3 Anclas nominales

La decisión fundamental para enfrentar las inflaciones crónicas y diseñar un programa antiinflacionario pasaba básicamente por la elección entre un ancla cambiaria o una monetaria. En otras palabras, la disyuntiva de los dieciocho programas de estabilización más importantes de la región en los últimos sesenta años (véase tablas 1 y 2) era si se empleaba el tipo de cambio como ancla nominal o si se empleaba la oferta monetaria, como sucedería en una economía cerrada.

Es importante entender cómo evolucionó el entendimiento de la profesión sobre los programas de estabilización. La primera observación es que se partía de

Tabla 1
Programas basados en anclas cambiarias

Brasil (Mar 1964 - Ago 1968), $\Pi_0 = 93.6$, $\pi_m = 18.9$ ($t_m =$ May 1968). Tipo de cambio fijo con devaluaciones periódicas. Sin crisis: a pesar de cambiar a un régimen de minidevaluaciones después de la devaluación de Ago 1968, la inflación se mantuvo estable en 20 % hasta 1974.
Argentina (Mar 1967 - May 1970), $\Pi_0 = 26.4$, $\pi_m = 5.7$ ($t_m =$ Feb 1969). Tipo de cambio fijo. Crisis: devaluación inicial de 14 % seguida de otras; decremento de 82 % en reservas.
Uruguay (Jun 1968 - Dic 1971), $\Pi_0 = 182.9$, $\pi_m = 9.5$ ($t_m =$ Jun 1969). Tipo de cambio fijo. Crisis: devaluación inicial de 48 % seguida de otras devaluaciones; decremento de 81 % en reservas.
Tablita chilena (Feb 1978 - Jun 1982), $\Pi_0 = 52.1$, $\pi_m = 3.7$ ($t_m =$ May 1982). <i>Crawling peg</i> pre-anunciado (Feb 1978-Jun 1979) y tipo de cambio fijo (Jun 1979-Jun 1982). Crisis: cerca del 65 % de las reservas se perdieron; para Feb 1983 la moneda se había depreciado 55 %.
Tablita uruguaya (Oct 1978 - Nov 1982), $\Pi_0 = 41.2$, $\pi_m = 11$ ($t_m =$ Nov 1982). <i>Crawling peg</i> pre-anunciado. Crisis: para Mar 1983, el banco central perdió 90 % de sus reservas y el peso se había devaluado 70 %.
Tablita argentina (Dic 1978 - Feb 1981), $\Pi_0 = 169.9$, $\pi_m = 81.6$ ($t_m =$ Feb 1981). <i>Crawling peg</i> pre-anunciado. Crisis: para Abr 1982, la moneda se había depreciado 410 % y las reservas habían caído 71 %.
Argentina Austral (Jun 1985 - Sep 1986), $\Pi_0 = 1128.9$, $\pi_m = 50.1$ ($t_m =$ Jun 1986). Tipo de cambio fijo (Jun 1985 - Mar 1986) y <i>crawling peg</i> (Mar 1986 - Sep 1986). Crisis: para Sep 1987, las reservas habían caído 75 % y la inflación mensual estaba cerca de 10 %
Brasil Cruzado (Feb 1986 - Nov 1986), $\Pi_0 = 286$, $\pi_m = 76.2$ ($t_m =$ Nov 1986). Tipo de cambio fijo. Crisis: para Mar 1987, las reservas habían caído 58 % y para Dic 1987, la inflación mensual había alcanzado 21 %.
México (Dic 1987 - Dic 1994), $\Pi_0 = 159$, $\pi_m = 6.7$ ($t_m =$ Sep 1994). Tipo de cambio fijo (Feb 1988- Dic 1988), <i>crawling peg</i> pre-anunciado (Ene 1989 - Nov 1991) y bandas de tipo de cambio (Nov 1991 - Dic 1994). Crisis: entre Feb 1994 y Ene 1995, reservas cayeron 85 %. Devaluación de Dic 1994. El peso se depreció cerca de 100 % en cuatro meses.
Uruguay (Dic 1990 - presente), $\Pi_0 = 133.7$, $\pi_m = 3.4$ ($t_m =$ Nov 1999). Bandas de tipo de cambio con una tasa de devaluación decreciente. Sin crisis: Uruguay no fue afectado mucho por la crisis mexicana y la inflación continuó decreciendo gradualmente.
Argentina Convertibilidad (Abr 1991 - Ene 2002), $\Pi_0 = 267$, $\pi_m = -0.3$ ($t_m =$ May 1996). Paridad 1 a 1 con el dólar americano. Crisis: en enero de 2002, la ley de convertibilidad es derogada y los depósitos en dólares se “pesifican”. El tipo de cambio fijo se abandona y el peso pierde 75 % de su valor en pocos meses.

Nota: Π_0 es la inflación al inicio del programa; π_m es la mínima inflación observada en los 10 años posteriores al programa y ocurre en el mes t_m .

Fuente: Reinhart y Végh (1999), actualizada.

los programas de estabilización de las hiperinflaciones clásicas. Esto iba a ser muy distinto a las estabilizaciones de inflación crónica. ¿Qué pasaba en las hiperinflaciones clásicas? Con una tasa de inflación de 20,000 %, todos los precios se volvían

Tabla 2
Programas basados en anclas monetarias

Chile (Abr 1975 - Dic 1977), $\Pi_0 = 394.3$, $\pi_m = 63.4$ ($t_m =$ Dic 1977). Fundamentada en el control de los agregados monetarios. Tipo de cambio ajustado por inflación pasada.
Argentina Bonex (Dic 1989 - Feb 1991), $\Pi_0 = 4922.3$, $\pi_m = 287.3$ ($t_m =$ Feb 1991). Corte drástico en liquidez mediante el reagendamiento de la deuda doméstica. Tipo de cambio flotante.
Brasil Collor (Mar 1990 - Ene 1991), $\Pi_0 = 5747.3$, $\pi_m = 1119.5$ ($t_m =$ Ene 1991). Congelamiento del 70 % de los activos financieros. Política monetaria contractiva. El tipo de cambio tenía un rol pasivo en acomodar la inflación.
República Dominicana (Ago 1990 - presente), $\Pi_0 = 60$, $\pi_m = 0.76$ ($t_m =$ Feb 1992). Controles de tipo de cambio y mercados negros (Ago 1990 - Dic 1990), tipo de cambios duales (Ene 1991 - Jul 1991) y unificación de mercados cambiarias y bandas flotantes (Jul 1991 - presente).
Perú (Ago 1990 - presente), $\Pi_0 = 12377.8$, $\pi_m = 2.4$ ($t_m =$ Aug 1998). Control de los agregados monetarios y flotación sucia.
Bolivia (Ago 1985 - presente), $\Pi_0 = 8170.5$, $\pi_m = 6.9$ ($t_m =$ Jul 1994). Política monetaria contractiva.
Brasil Plan Real (Mar 1994 - Jul 1994), $\Pi_0 = 3417.4$, $\pi_m = 1.6$ ($t_m =$ Ene 1999). Coexistieron 2 unidades de valor, Cruzeiro Real y la Unidad Real de Valor (<i>crawling peg</i> al dólar, Mar 1994 - Jun 1994) y Real brasileño con flotación libre (Jul 1994 - presente).

Nota: Π_0 es la inflación al inicio del programa; es π_m la mínima inflación observada en los 10 años posteriores al programa y ocurre en el mes t_m .

Fuente: Calvo y Végh (1999), actualizada.

completamente flexibles e indexados al tipo de cambio. Como todos los precios en la moneda doméstica estaban indexados al dólar, fijar el tipo de cambio equivalía a fijar el nivel de precios. Por lo tanto, lo que uno ve en las hiperinflaciones clásicas, en donde ya no había rigideces en los precios, es que la inflación, aunque podría ser 20,000 %, fue completamente eliminada de la noche a la mañana.

Teniendo como referencia la solución a las hiperinflaciones, era lógico pensar en aplicar el tipo de cambio fijo a las inflaciones crónicas. Sin embargo, esta solución se complica porque, a diferencia de las hiperinflaciones clásicas, los precios y salarios están indexados a la inflación pasada. Había un alto componente de inflación inercial y, por lo tanto, la inflación continuaba alta aunque se fijara el tipo de cambio. Lo que ocurre es que con un tipo de cambio fijo, la inflación adicional ocasiona una apreciación real importante, generando un déficit tanto de la cuenta comercial como de la cuenta corriente que hace insostenible el programa antiinflacionario. Quedó demostrado que no se podía emplear la fijación del tipo de cambio para las estabilizaciones de inflaciones crónicas.

Surgió entonces una innovación técnica muy interesante en el año 1978 en el Cono Sur (Uruguay, Argentina y Chile): las “tablitas”. Una “tablita” consistía en fijar el tipo de cambio e ir devaluando gradual y ordenadamente hasta llegar a una tasa de devaluación de cero. Literalmente, el banco central publicaba en los diarios todos los días una tabla con el valor del tipo de cambio para el próximo mes, que implicaba una tasa de devaluación decreciente. Por ende, se esperaba que la inflación tuviera más tiempo o colchón para poder converger a la tasa de devaluación.

Lamentablemente, aunque existía ese colchón, la idea tampoco funcionó porque las expectativas inflacionarias eran todavía sumamente rígidas y, por supuesto, la inflación no se ajustó a las expectativas devaluatorias. Nuevamente, lo que ocurría es que estos programas antiinflacionarios basados en el tipo de cambio generaban una apreciación real y, por lo tanto, se necesitaba un segundo tramo en el programa que permitiera que la inflación fuera menor que la tasa de depreciación para que el tipo de cambio real pudiera volver a su valor de equilibrio. En la práctica, nunca se logró concretar esa segunda etapa. Todas las tablitas acabaron en una crisis, un ataque especulativo y el debilitamiento de las cuentas fiscales en las últimas etapas. En resumen, aunque fue una innovación técnica interesante, también fracasó.

Por supuesto, el atractivo del ancla cambiaria sobre un ancla monetaria es que cuando uno tiene un ancla monetaria es imposible saber cuánto dinero uno debería introducir en la economía para que esta se remonetice y así evitar una recesión al bajar la inflación. La atracción del ancla cambiaria es que, si estamos en una economía abierta, la oferta monetaria es endógena. Por lo tanto, el banco central automáticamente cambia dólares por pesos para satisfacer el aumento en la demanda por dinero.

Aunque el debate entre el ancla cambiaria y monetaria nunca murió, el ancla cambiaria probó ser poco flexible. Por esa razón, una vez que la inflación había bajado, se transicionaba a un régimen de metas de inflación para consolidar las ganancias sobre la inflación. De los dieciocho programas más importantes, once tuvieron ancla cambiaria y siete ancla monetaria. Es decir que predominó el uso del ancla cambiaria.

Hay tres experiencias en América Latina que utilizaron el ancla más extrema: la dolarización total de la economía. Panamá adoptó el dólar en 1904, poco después de su independencia. Ecuador se dolariza en enero de 2000 y El Salvador, en noviembre de 2000. Ecuador es el único caso de dolarización en la región como estrategia antiinflacionaria. El caso de El Salvador fue diferente porque la dolarización no respondió a motivos antiinflacionarios sino a motivos de integración comercial.

4 ¿Qué hemos aprendido?

Latinoamérica ofrece el mayor laboratorio de programas de estabilización en la historia mundial. Por lo tanto ha dejado lecciones valiosas, de las cuales destaco cinco.

1. *Un ancla cambiaria modifica la pendiente de la famosa curva de Phillips.*

Los textos anglosajones de economía cerrada nos enseñan que la inflación y actividad económica se mueven en la misma dirección: cuando la inflación sube, la actividad económica sube y cuando la inflación baja, la actividad económica baja. Entonces, la única pregunta para los economistas monetarios de países anglosajones completamente enfocados en estabilizaciones en economías cerradas y, por lo tanto, en estabilización con ancla monetaria no era si el PBI iba a caer cuando cae la inflación, sino en qué cantidad decrecería. Así, hay una vasta literatura de economía cerrada que se centra en calcular lo que se conoce como el “ratio de sacrificio”: cuánto tiene que caer el PBI para bajar un punto de la tasa de inflación.

Lo sorprendente y revolucionario que aprendimos es que con un ancla cambiaria, la curva de Phillips tenía la pendiente “equivocada” en el sentido de que cuando la inflación bajaba, el PBI subía. Cuando uno tiene una estabilización con oferta monetaria y la inflación cede, se produce un incremento en la demanda por dinero que no es atendido por la oferta monetaria fijada por la autoridad monetaria; con un nivel de precios rígido en el corto plazo ocurriría un exceso de demanda por liquidez que provocaría una recesión.

En cambio, una estabilización con ancla cambiaria causa un aumento en la demanda agregada y, por ende, un incremento en el PBI. El alza en la demanda agregada puede resultar por una baja en la tasa real de interés (la tasa nominal baja pero la inflación se mantiene alta). Otra posibilidad, estudiada por ejemplo en Calvo y Végh (1994), es que en un contexto de falta de credibilidad, la gente espera que el programa de estabilización fracase en el futuro; entonces, aprovechan mientras son más baratos para comprar bienes duraderos (autos, lavadoras, lavaplatos, entre otros), lo cual lleva a una subida en la demanda por dinero que, a diferencia del ancla monetaria, es satisfecha endógenamente por el banco central.

2. *Pagar el costo hoy o pagarlo después.*

Bajar la inflación es costoso. Lo que hemos aprendido es que, dependiendo si uno elige un ancla cambiaria o un ancla monetaria, pagará el costo hoy o lo hará más tarde. Bajo un ancla cambiaria tenemos un *boom* inicial, pero después la apreciación real llevará a una recesión. Así que podemos elegir el ancla monetaria y tener una recesión al principio o elegir el ancla cambiaria y tener primero un *boom* y luego una recesión. A esta disyuntiva la literatura la llama *recession now versus recession later*.

3. El rol de los elementos heterodoxos en los planes de estabilización.

Los elementos heterodoxos (en particular, controles de precios y salarios) son importantes por el alto componente de inflación inercial que caracteriza, como bien lo identificó Pazos, al fenómeno de la inflación crónica. Si se mantiene el ajuste fiscal (y este es un supuesto crítico), puede haber planes heterodoxos exitosos, aunque tenemos solo dos ejemplos muy conocidos: el plan de Israel en el año 1985 y el plan de México en el año 1987. Por supuesto, es muy difícil para muchos gobiernos resistir la tentación de usar controles de precios y salarios para esconder la falta de ajuste fiscal.

4. Es más difícil identificar el origen fiscal.

Aunque la inflación crónica tiene un origen fiscal, es mucho más difícil encontrarlo que en las hiperinflaciones. En las hiperinflaciones, el origen fiscal es claro porque uno prácticamente puede ver la imprenta monetaria operando 24 horas al día. En cambio, es mucho más complicado establecer la relación contemporánea entre el déficit fiscal y la inflación cuando estamos hablando de la inflación crónica.

5. Es tan largo el olvido.

Soy amante de la poesía. En su famoso poema número 20, Pablo Neruda nos dice “es tan corto el amor y es tan largo el olvido”. En efecto, es tan largo el olvido. Neruda estaba pensando que es tan largo olvidar el amor, pero se me ocurrió que también es tan largo olvidar la inflación. Esa expectativa inercial hace muy difícil olvidar la inflación porque la gente tiene muy buena memoria y recuerda con claridad eventos traumáticos de hace diez, veinte o treinta años. Yo recuerdo perfectamente la tablita y los planes de estabilización que vinieron después. Estoy seguro de que a la mayoría de latinoamericanos que vivieron estos procesos les pasa lo mismo.

El olvido es tan largo en gran parte por la falta de confianza que los agentes económicos tienen en las autoridades monetarias, a pesar de que estas en los últimos treinta años se han portado bastante bien. Es tan largo el olvido de la inflación porque cuando uno sufrió por cincuenta o sesenta años de algo, y esto se aplica a cualquier dimensión de la vida, es muy difícil olvidarlo. Entonces, para mí eso explica la falta de credibilidad que hace que resulte tan complicado para las autoridades monetarias de la región pasar del 10 % al 2 %; dar ese último paso. La gente no está convencida de que, en respuesta a un choque, los bancos centrales no volverán a hacer de las suyas y eso es lo que impide dar ese paso final.

Este hecho ilustra lo complejo que es ganar esta última batalla y lo importante de no retroceder en esa pelea. Experiencias como las de Perú y Chile, que han

avanzado en conseguir este paso definitivo, muestran lo largo que es el camino para recuperar esa credibilidad.

5 El dilema de la política monetaria en América Latina

En la actualidad son muy populares los regímenes de metas de inflación como ancla nominal. Este ha sido un cambio muy importante y, en cierta medida, peligroso, ya que el ancla nominal del sistema pasa a ser la meta de inflación. Acá es particularmente importante la idea del poema de Neruda. “Es tan largo el olvido” juega un rol fundamental, pues si la gente no cree en la meta de inflación y espera que siempre andemos en un 8 % a 10 %, nunca vamos a bajar la inflación a los niveles internacionales.

Aquí está el dilema: cuando, en respuesta a un choque negativo, sube la inflación, se deprecia la moneda doméstica, y baja el PBI, el banco central, ¿debe subir o bajar la tasa de política monetaria? Aunque hay excepciones documentadas en Végh y Vuletin (2012), lo que hacen en general los países en Latinoamérica es seguir una política monetaria procíclica (es decir, suben la tasa de política monetaria en malos tiempos), ya que les preocupa más que se dispare el tipo de cambio o la inflación que el hecho de que con una política monetaria procíclica estarían profundizando más la recesión.

A diferencia de EE. UU. que solo necesita un instrumento para poder lidiar con ambos objetivos (PBI e inflación), en los países emergentes requerimos dos instrumentos para cumplir con los dos objetivos. Lo que han hecho muchos países emergentes es usar encajes bancarios como un segundo instrumento. En otras palabras, en malos tiempos, suben la tasa de política monetaria para defender la moneda doméstica y combatir la inflación, pero bajan los encajes para reactivar la actividad económica.

6 Conclusiones

Ha llevado más de medio siglo y aún quedan focos inflacionarios como Argentina, Venezuela y otros por supuesto que pueden tener inflación en el año 2022 mayor que el 10 %. Sin embargo, para terminar en una nota optimista, creo que hemos conquistado parcialmente la inflación, ya que muchos países importantes como Chile, Brasil, Uruguay, Perú y Colombia han logrado reducirla y mantenerla de forma sostenida por debajo del 10 %.

A modo de cierre, comparto unas reflexiones sobre el último paso para poder declarar una victoria definitiva sobre el flagelo inflacionario. Pareciera que las rigideces en las expectativas inflacionarias dificultan dar ese último paso del 8 % o

9 % a la inflación de EE. UU. que es un 1 % o 2 %. Me temo que esto podría llevar su tiempo, pues no es trivial convencer a los agentes económicos de que una inflación de 2 % o 3 % es una meta tanto creíble como factible. Las experiencias más exitosas, como Perú y Chile, podrían servir de ejemplo para conseguirlo. Espero que en el transcurso de los próximos años podamos finalmente dar el último paso.

Referencias

- Cagan, P. D. (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. En M. Friedman (Ed.), *Studies in the quantity theory of money* (p. 25-117). Chicago: University of Chicago Press.
- Calvo, G. A., & Végh, C. A. (1994). Inflation stabilization and nominal anchors. *Contemporary Economic Policy*, 12(2), 35-45.
- Calvo, G. A., & Végh, C. A. (1999). Inflation stabilization and BOP crises in developing countries. En J. Taylor & M. Woodford (Eds.), *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 1C, p. 1531-1614). North Holland.
- Pazos, F. (1972). *Chronic inflation in Latin America*. New York: Praeger Publishers.
- Reinhart, C., & Végh, C. A. (1999). *Do exchange rate-based stabilizations carry the seeds of their own destruction?* (Working paper). University of Maryland.
- Végh, C. A. (1992). Stopping high inflation: An analytical overview. *IMF Staff Papers*, 39(3), 626-695.
- Végh, C. A., & Vuletin, G. (2012). *Overcoming the fear of free falling: Monetary policy graduation in emerging markets* (NBER Working Paper n.º 18175). National Bureau of Economic Research, Inc.

Importancia de la independencia del banco central

JULIÁN PARRA *

Durante la década de 1990, varios países, Colombia y Perú entre ellos, implementaron reformas que condujeron a una mayor independencia de sus bancos centrales. Desde entonces se escucha con frecuencia que esta autonomía es fundamental para lograr el control de la inflación y, en general, procurar un buen funcionamiento de la economía a mediano plazo. Este capítulo brinda un repaso sobre el concepto de independencia, discute las razones por las que muchos autores la consideran tan importante mientras que otros señalan lo contrario y, finalmente, repasa la evidencia producida en la literatura sobre el efecto que esa independencia ha tenido en el desempeño macroeconómico.

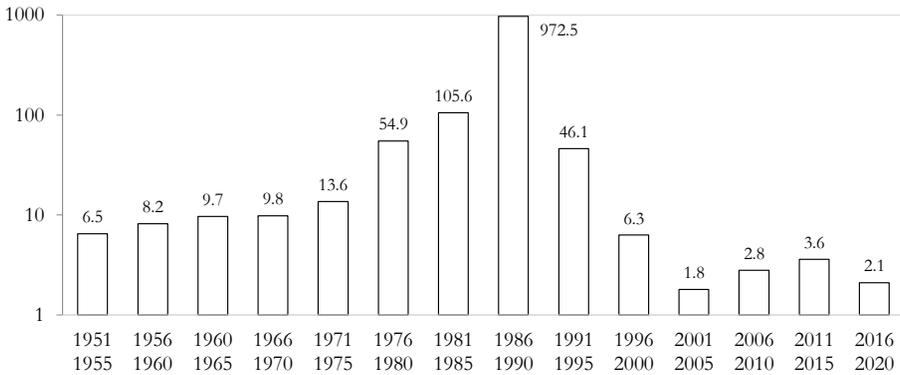
1 Introducción

Este capítulo aborda el tema de la importancia de la independencia del banco central. Para quienes en el Perú experimentaron la hiperinflación de finales de los ochenta y la posterior estabilización a comienzos de los noventa, véase la figura 1, debe de ser casi inevitable encontrar una asociación, consciente o inconsciente, entre la dinámica de la inflación y el hecho de que la Constitución de 1993 le otorga al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) independencia y autonomía. Esto no solo sucede en el Perú. En Colombia no tuvimos un período de hiperinflación pero sí experimentamos inflaciones crónicas por encima de 20 %, y también tenemos esa asociación entre la reducción de la inflación y el momento en que la Constitución, en nuestro caso del año 1991, le otorga independencia al Banco de la República de Colombia.

* Es un honor participar en este homenaje a Renzo Rossini, quien fue un brillante economista. Tuve la fortuna de conocerlo en el año 2015 en una conferencia y sus eventos sociales. Tengo el recuerdo de haber conocido a una persona muy interesante, muy culta y, a pesar de su cargo, muy sencilla y amable. Me uno a los otros autores y editores de este homenaje en lamentar esa pérdida temprana, no solo para el Perú sino para toda la comunidad latinoamericana de banqueros centrales.

Las opiniones contenidas en este capítulo son responsabilidad exclusiva de su autor y no comprometen al Banco de la República de Colombia ni a su Junta Directiva.

Figura 1
Inflación en el Perú de 1950 a 2020



Nota: Promedios quinquenales de las inflaciones del IPC a fin de año.

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

En un contexto un poco más internacional podemos afirmar que en los años setenta y en la parte temprana de la década de los ochenta varios países desarrollados estaban experimentando una inflación alta y sostenida. Entonces, los académicos y los analistas buscaron una explicación desde el punto de vista teórico para esta situación. La explicación que finalmente tomó más fuerza y terminó consolidándose proviene de los trabajos seminales de Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983) que hacen referencia al problema del sesgo inflacionario. Este sesgo emerge porque las autoridades monetarias, los bancos centrales, podían estar persiguiendo niveles de actividad económica por encima de sus niveles sostenibles, lo que provocaría a la larga que la inflación se estableciera por encima de lo esperado.

Las causas de ese sesgo inflacionario son diversas, y se pueden resumir en dos grandes grupos. Uno de ellos, como se comentó, se enfoca en las causas económicas relacionadas con distorsiones en la economía. Por ejemplo, distorsiones en el mercado laboral podrían hacer que el nivel de desempleo sea más alto que el eficiente, dando un motivo al banco central para intentar reducirlo. El otro grupo considera causas políticas relacionadas con la presión que pueden ejercer los grupos de poder o el gobierno mismo sobre el banco central para que estimule la economía con fines electorales. Esta posibilidad es la que llama la atención sobre la necesidad de que el banco central sea independiente. Bajo esta visión, sin autonomía un banco central no podría concentrarse en lograr la estabilidad de precios.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera. La segunda sección hace referencia al concepto de independencia de un banco central. En la tercera

sección se discute por qué esta independencia es importante. La cuarta sección muestra los argumentos de un grupo de analistas académicos, en mi percepción minoritario, que argumentan que la independencia no es importante. En la última sección se presenta una revisión, bastante resumida, sobre la evidencia que se encuentra en la literatura en cuanto al impacto de la independencia del banco central sobre el desempeño económico de un país.

2 Definiendo la independencia de los bancos centrales

Dados los elementos mencionados, definir la independencia del banco central es relativamente fácil. Nos referimos, como Walsh (2008), al hecho de que el banco central tenga libertad o autonomía con respecto a la influencia política para diseñar y ejecutar su política monetaria.

Esta independencia tiene varias dimensiones que tienden a agruparse en dos grandes grupos. Primero, la independencia política y financiera, también llamada independencia de metas. Segundo, la independencia de instrumentos. La independencia política y financiera, a su vez, se divide en varias dimensiones. Una de ellas es la relacionada con la autonomía que tiene el banco central para fijar la meta de inflación.

Conviene dar un ejemplo. En Inglaterra, la meta no la define el banco central, sino es el gobierno quien determina el valor numérico de la meta de inflación que debe alcanzar el Banco de Inglaterra. En ese sentido, puede decirse que el Banco de Inglaterra no es autónomo para fijar la meta que persigue. Un caso diferente es precisamente el BCRP. El artículo 84 de la Constitución del Perú establece que el BCRP debe perseguir una estabilidad de precios, lo que es una definición bastante general, y le otorga autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica. Ello permite que sea el BCRP quien determina sobre qué índice de precios y qué valor específico de la inflación se va a perseguir como meta. Véase Orrego (2007).

Otras dimensiones de la independencia política y financiera están relacionadas con cuán afectada políticamente está la designación de los miembros del directorio. Con ello nos referiremos a, por ejemplo, si el presidente de la república designará en un determinado momento a todos los miembros del directorio. Ahí probablemente observaríamos poca independencia. Por otro lado, si esa designación se hace de forma escalonada, en diferentes momentos, o la hacen distintas instituciones, usualmente el ejecutivo y el parlamento, diríamos que hay más independencia.

Asimismo, está la dimensión de la autonomía presupuestal. Básicamente se refiere a si el banco central puede determinar, de forma independiente, cómo asigna su presupuesto para cumplir las metas que está buscando. Se esperaría que estas decisiones fueran tomadas por el propio banco pero, en el otro extremo, podríamos

tener dentro del congreso algún grupo político restringiendo esta asignación. Esta limitación, por supuesto, reduciría la independencia política del banco central y entorpecería la consecución de los objetivos de la política monetaria.

Por último, una dimensión también muy importante es el financiamiento al gobierno. Nos referimos al compromiso u obligación latente de entregarle recursos al fisco. Un banco central independiente no debería tener esa obligación o ese compromiso latente. Para poner un ejemplo, era común en los años setenta y ochenta que los bancos centrales de países como Perú y Colombia tengan como parte de sus funciones otorgar créditos a la banca de fomento y a sectores productivos. Esto tiene, en muchas ocasiones, una relación con la parte política y con el gobierno y no es una característica conveniente para el manejo monetario. Las constituciones del 1991 en Colombia y de 1993 en Perú eliminaron esta posibilidad, prohibiendo explícitamente estas prácticas.

Por otro lado, están las dimensiones ligadas a la independencia de instrumentos. Esencialmente agrupa dimensiones más técnicas y relacionadas con el hecho de que se espera que el banco central pueda, de forma autónoma, determinar cómo va a alcanzar la meta y cómo va a conducir la política monetaria. Ello implica decisiones técnicas como, por ejemplo, si va a perseguir esa meta utilizando como instrumento la tasa de interés o la masa monetaria y decisiones similares que tienen que ver con la operatividad de un banco central.

Todas estas consideraciones hacen compleja la medición de la independencia, por lo que resulta importante tratarla. Esta medición se puede hacer de diferentes formas pero la más común en la literatura moderna se debe a Cukierman (1992), quien se enfoca en una medición de tipo formal o legal. Se le denomina así porque se revisa lo determinado por la ley o lo que está escrito en la constitución. El autor busca con cuidado los elementos discutidos líneas arriba en la legislación y asigna puntos a cada país según estos vayan cumpliéndose, y en qué medida. Con esas puntuaciones se construye un indicador de la independencia del banco central.

El indicador de Cukierman (1992) es quizás el más utilizado y ha sufrido varias modificaciones a lo largo de los años. Sin embargo, no necesariamente es el indicador más preciso. Una de las principales críticas es que lo que está escrito en la ley tiende a cumplirse usualmente en los países desarrollados, pero que en economías en desarrollo o economías emergentes es posible que la práctica difiera de lo escrito en la ley. Por ello, se ha señalado que para economías en desarrollo sería mejor utilizar otro tipo de indicadores, como por ejemplo la tasa de rotación del presidente del banco central. La idea detrás de este indicador es que si un presidente de un banco central dura bastantes años en su posición se podría afirmar que el banco central es independiente. Por el contrario, si vemos que los presidentes de un banco central permanecen muy pocos años en el cargo, es decir están teniendo

una rotación muy alta, se sospecha que ello ocurre por asuntos políticos y el banco central no sería muy independiente.

Un elemento crucial en la discusión es la contraprestación a la independencia. En una democracia es razonable que la independencia de una institución esté de alguna manera limitada y que exija unas contraprestaciones. No sonaría muy razonable que, en el contexto de una democracia, un banco central además de definir su meta, definir cómo gasta los recursos, definir cómo opera y diseñar completamente su política, definiera cuándo lo está haciendo bien y cuándo lo está haciendo mal. Por esa misma razón se espera que un banco central tenga una alta independencia dentro de unos límites razonables y que, como contraprestación a ella, sea transparente con el público y presente una rendición de cuentas ante la sociedad. En concreto, se espera que en una democracia un banco central le explique a la sociedad qué metas está intentando alcanzar, por qué no es exitoso en ciertos momentos, de qué forma lo está intentando hacer y cuáles son los procedimientos y el diseño de la política monetaria.

3 La importancia de la independencia

La importancia de la independencia está relacionada con evitar presiones políticas sobre el banco central que lo obliguen a implementar políticas cortoplacistas o respondiendo a presiones de grupos de interés particular que no necesariamente coinciden con los intereses de la sociedad. Por el contrario, lo que se espera es que el banco sea lo suficientemente autónomo para implementar una política pensada para la estabilidad de precios y para el buen desempeño macroeconómico en el largo plazo. Relacionado con eso está el hecho de que el banco central pueda tomar decisiones presupuestales orientadas al cumplimiento del objetivo de largo plazo.

Uno de los puntos por el que es muy importante esa independencia tiene que ver con la credibilidad que la sociedad le otorga al banco central. Si la sociedad observa que el banco central no es autónomo y se ve presionado políticamente, pues seguramente la credibilidad de ese banco central no va a ser muy alta. Por el contrario, si la sociedad observa que es autónomo, asignará más credibilidad y, con ello, mejorará el desempeño macroeconómico de largo plazo y la capacidad de cumplir con la tarea propuesta. Un círculo virtuoso.

Aquí es importante mencionar la propuesta de Rogoff (1985), quien muestra que, dadas ciertas distorsiones, no es posible alcanzar una situación óptima en el diseño de la política monetaria, pero que la segunda mejor solución es designar un banquero central conservador. Esto es, una persona cuyas preferencias con respecto a la reducción de la inflación, su “aversión a la inflación”, sean más fuertes que las de la sociedad misma.

Me parece oportuno mencionar que se ha tendido a confundir los conceptos de independencia y de elegir a un banquero central conservador. Son ciertamente dos temas relacionados y que interactúan, aunque no son lo mismo. El argumento del banquero central conservador fue utilizado inicialmente para reforzar la necesidad de un banco central independiente y, de hecho, fue persuasivo para que muchos países hayan buscado la independencia de sus bancos centrales. Pero una cosa son las preferencias del banquero central y otra es que pueda actuar con autonomía, independientemente de si es conservador o si es liberal. Desafortunadamente, una buena parte de la literatura, que incluye trabajos que defienden la independencia del banco central y trabajos que consideran lo contrario, han abordado el tema a partir de esa confusión o igualación equivocada de dos conceptos.

4 Argumentos en contra de la independencia

No todo el mundo está de acuerdo con estos argumentos y no todos los economistas coinciden en darle esa importancia. No son pocos quienes, en diferentes contextos y con distintos trabajos, han argumentado que la independencia del banco central no es tan importante como se cree. A continuación, haré un recuento resumido de algunos de esos argumentos y mis apreciaciones sobre ellos. Un recuento más extenso puede hallarse en Hayo y Hefeker (2010).

El primer argumento es que un banquero central conservador no es realmente la segunda mejor solución para la economía. Entonces, no necesariamente sería una buena opción para la economía tener una persona al frente de la política monetaria que tenga unas preferencias diferentes de las que tiene la sociedad. Incluso se ha señalado que puede que sea mejor tener, en otro contexto, un banquero central liberal, es decir, una persona más preocupada que la sociedad misma por el nivel de empleo. Si bien esta discusión no está completamente zanjada, sí vale la pena señalar que, si este argumento es válido, quizás lo es para criticar la idea del banquero central conservador. Insisto en que una cosa es el banquero central conservador y otra cosa es la independencia. En ese sentido, considero que esta no es una crítica que sea válida de manera enfática.

El segundo argumento es que otorgarle independencia al banco central realmente no resuelve el problema de credibilidad, sino que simplemente lo desplaza a otro espacio. Por ejemplo, si para aislar al banco central de las presiones políticas se le otorga independencia, la incertidumbre no se disipa sino que se transforma. Ahora la incertidumbre será sobre el momento en que los políticos decidan revocar la independencia. El problema pasa a otro plano, en donde sigue habiendo falta de credibilidad e incertidumbre. Aunque es innegable que el problema cambia de plano, también creo que sube de nivel, y sí consigue reducir la incertidumbre.

Revocar la independencia del banco central no es algo que se puede hacer con facilidad. La presión política sobre un banco central que no es independiente se materializa, por ejemplo, con una llamada del presidente a los miembros del directorio, mientras que revocar la independencia a un banco central requiere tiempo, debate parlamentario y hasta reformas constitucionales. Ello lo hace más visible, más difícil justificarlo ante la sociedad y no se puede hacer de un día para otro. No solamente se está cambiando de plano la incertidumbre sino que, en efecto, se está resguardando todavía más la posibilidad de que el banco central haga su tarea en línea con el objetivo de largo plazo.

El tercer argumento indica que, en la práctica, no hay realmente independencia para fijar la meta. Quienes argumentan esto ponen ejemplos como el caso de Inglaterra e incluso consideran que no hay independencia en el caso de Perú. Su argumento es que la constitución es la que finalmente determina el mandato para el BCRP y es la constitución la que fija el objetivo de estabilidad de precios que debe perseguir el BCRP; por ende, el banco central no sería independiente. Este argumento tampoco me parece fuerte por varias razones. Para empezar, la independencia de la meta es una dimensión pequeña dentro de un conjunto de dimensiones mucho más amplio que tiene muchos otros componentes. Así, aún en el caso de Inglaterra creo que pocos se atreverían a decir que por el simple hecho de que el gobierno define la meta, incluso numéricamente, el Banco de Inglaterra no es independiente. Por otro lado, como se discute líneas arriba, la independencia de un banco central debe tener límites razonables. Es cierto que las constituciones en Colombia o Perú definen, de forma general, cuál es el objetivo que deben perseguir, pero indicar que esto interfiera con la independencia es llevar el argumento al extremo.

Hay otra serie de argumentos que podemos agrupar y que quizás resultan siendo la crítica más válida, dando pie a una discusión más rica con respecto a la independencia del banco central. En particular, hay muchos analistas que consideran que la independencia del banco central no es ni una condición necesaria ni una condición suficiente para conseguir una inflación baja y estable.

No es una condición necesaria porque hay países que pueden conseguir una inflación también baja y estable con otro tipo de diseños institucionales sin que ello implique o requiera que el banco central sea independiente. Se brinda como ejemplos el hecho de que una economía dolarizada sin tener un banco central independiente puede alcanzar una inflación baja y estable, o que también se ha logrado en algunas economías con regímenes de tipo de cambio fijo.

La segunda parte de esta crítica, que la independencia no es una condición suficiente, apunta a que no todos los bancos centrales independientes necesariamente han alcanzado una inflación baja y estable. Quienes argumentan esto indican que

no hay evidencia sólida y robusta que muestre la relación negativa entre la independencia del banco central y la inflación o que entre más independencia tenga un banco central realmente sea más baja la inflación en ese país. En la misma línea, se argumenta que la independencia del banco central es una señal y una consecuencia, no una causa directa, de la inflación baja.

Pensemos en el caso de Perú y regresemos a la figura 1, donde se observa cómo después de la hiperinflación comienzan a reducirse rápidamente los niveles de inflación. Quienes están a favor de estos argumentos señalarían, por ejemplo, que la constitución del Perú le da independencia al banco central a partir del año 1993 y, sin embargo, desde antes ya se venía contrayendo de manera acelerada la inflación en el país. En ese sentido, la independencia del BCRP sería más una consecuencia que una causa. En términos generales, lo que dirían es que son más las preferencias de la sociedad o algún otro tipo de aspecto legal o formal lo que generó esa inflación baja y no la independencia del banco central.

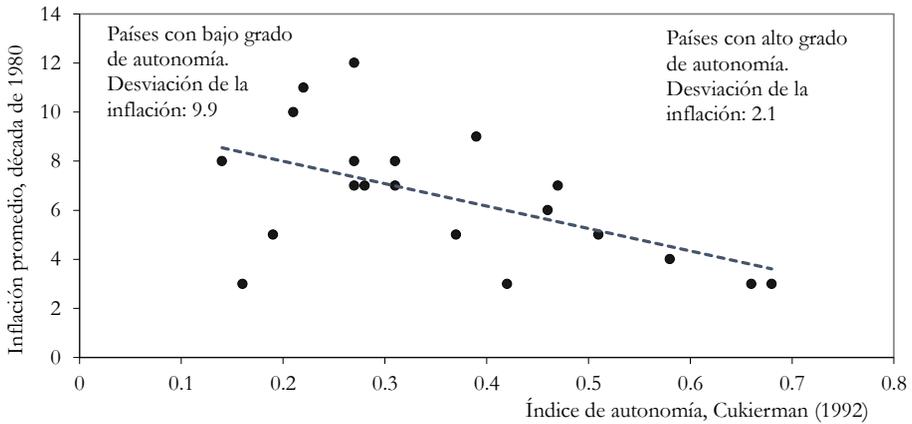
5 Impacto de la independencia

¿Cuánta evidencia hay a favor o en contra de la existencia de esa relación entre independencia e inflación baja? Para ilustrar el primer resultado tomo un gráfico de Pérez, Quispe, y Rodríguez (2016) y lo reproduzco en la figura 2. Se puede observar, por un lado, la inflación promedio de algunos países desarrollados y, por otro lado, el índice de independencia o de autonomía que calculó Cukierman (1992) y allí se ilustra la relación negativa que se encuentra en ese momento.

Lo que termina demostrando el mismo Cukierman es que si bien la relación se encontraba para países desarrollados, para países en desarrollo no se cumplía. Asimismo, Cukierman logra restablecer esa relación para los países en desarrollo usando la medición informal de la rotación de presidentes del directorio en el banco central. Al usar esa medición informal se logra encontrar que también para los países en desarrollo hay esa correlación negativa entre independencia y niveles de inflación. Además, se encuentra una correlación con el crecimiento económico. Entonces, la independencia tendría efecto no solamente sobre la inflación, sino incluso sobre otras variables macroeconómicas.

Existen cientos de estudios sobre el impacto de la independencia y escapa al alcance de este capítulo resumirlos todos. Por ello, he escogido algunos pocos guiado por la importancia de los mismos, calidad del *journal* donde fueron publicados y la cantidad de veces que han sido citados. Entonces, de manera muy breve voy a describir la evolución de esa literatura a través del tiempo. De manera resumida, al inicio se valida la relación señalada por Cukierman. Luego, aparecen otros documentos donde se indican algunos problemas con esa medición y documen-

Figura 2
Inflación promedio y autonomía



Fuente: Pérez *et al.* (2016).

tos posteriores donde se intenta corregir estos problemas y obtener muestras más grandes y otro tipo de metodologías. Posteriormente, se señalan problemas nuevos, marcando una evolución que mantiene el debate abierto.

Alesina y Summers (1993), usando una muestra de 16 países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), confirman la relación negativa entre independencia e inflación con una medición formal, pero rechazan la relación con otro tipo de variables macroeconómicas. En cambio, Posen (1998), usando una muestra 18 países de la OCDE, replantea la idea e indica que si la independencia está relacionada con la credibilidad, deberíamos observar una relación entre las expectativas de inflación, los costos de desinflación y la inflación de un país. A partir del análisis de esta relación, encuentra que no hay una correlación significativa y cuestiona, entonces, la existencia de esa aparente relación que se había encontrado previamente. Luego, De Haan y Kooi (2000), usando el indicador informal de la rotación del presidente del banco central para 82 países en desarrollo, no encuentran una relación robusta con la inflación, lo que contribuye a cuestionar esta relación.

Posteriormente, Berger, De Haan, y Eijffinger (2001) comienzan por señalar la importancia de distinguir entre la independencia de un banco central y el conservadurismo que, como expliqué, son términos que no deben equipararse. Entonces, teniendo cuidado en distinguir estos dos temas, confirman que la relación entre las dos variables es robusta. Por su parte, Crowe y Meade (2008) hacen un trabajo

controlando por efectos fijos por país y luego usando variables instrumentales para corregir algunos problemas de endogeneidad. Los autores encuentran igualmente evidencia robusta en esa relación negativa entre inflación y la independencia de un banco central.

Un documento específico para el caso de Latinoamérica es el de Jácome y Vázquez (2008). Usando 24 países de Latinoamérica y el Caribe también hallan esa relación negativa entre independencia e inflación. En cambio, Dreher, Sturm, y De Haan (2008), usando una muestra de 137 países, encuentran que la probabilidad de reemplazar a un presidente del banco central está relacionada con la inflación y, en ese sentido, habría un problema de endogeneidad con el indicador de rotación del presidente. Entonces, habrían problemas a la hora de hacer una estimación usando ese indicador informal.

Klomp y De Haan (2010) realizan un meta-análisis, agrupando análisis previos. Incluyen 59 estudios en este meta-análisis y confirman nuevamente la robustez de la relación entre independencia e inflación. Sin embargo, Hielscher y Markwardt (2012) encuentran que existe una relación, pero para casos específicos. En general, la relación no es robusta porque para que haya una reducción en la inflación se requiere tanto un cambio significativo en los niveles de independencia como una alta calidad de instituciones políticas. Arnone y Romelli (2013) muestran también que los resultados que se encuentran son básicamente sensibles a la metodología que se use para medir la independencia del banco central. Dependiendo de qué tipo de medición se utiliza, se termina obteniendo un resultado u otro.

Garriga (2016) con datos de 182 países, quizás la muestra más grande que se ha usado, demuestra que los resultados son sensibles a la selección de la muestra. Dependiendo de qué países se usan para encontrar o para examinar esta evidencia se encuentra una cosa o la otra. Finalmente, Garriga y Rodríguez (2020), usando una muestra de 118 países en desarrollo y varias metodologías, confirman la relación entre la independencia de un banco central medida nuevamente en términos formales o legales y la inflación de un país.

6 Conclusiones

Con todo lo expuesto, reitero, a modo de conclusión, que la discusión no está zanjada. No hay una última palabra en este debate. Considero que hay más resultados y más economistas que estamos convencidos de la importancia de la independencia del banco central y de los efectos positivos que esta tiene sobre una economía, pero no podemos por ello cerrarnos en esta posición. Es importante mantener nuestra mente abierta en el sentido de que seguirán apareciendo documentos respecto a este tema que deben ser acogidos.

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.
- Arnone, M., & Romelli, D. (2013). Dynamic central bank independence indices and inflation rate: A new empirical exploration. *Journal of Financial Stability*, 9(3), 385-398.
- Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), 101-121.
- Berger, H., De Haan, J., & Eijffinger, S. C. (2001). Central bank independence: An update of theory and evidence. *Journal of Economic Surveys*, 15(1), 3-40.
- Crowe, C., & Meade, E. E. (2008). Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness. *European Journal of Political Economy*, 24(4), 763-777.
- Cukierman, A. (1992). *Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence*. Cambridge, MA: MIT Press.
- De Haan, J., & Kooi, W. J. (2000). Does central bank independence really matter?: New evidence for developing countries using a new indicator. *Journal of Banking & Finance*, 24(4), 643-664.
- Dreher, A., Sturm, J.-E., & De Haan, J. (2008). Does high inflation cause central bankers to lose their job? Evidence based on a new data set. *European Journal of Political Economy*, 24(4), 778-787.
- Garriga, A. C. (2016). Central bank independence in the world: A new data set. *International Interactions*, 42(5), 849-868.
- Garriga, A. C., & Rodríguez, C. M. (2020). More effective than we thought: Central bank independence and inflation in developing countries. *Economic Modelling*, 85, 87-105.
- Hayo, B., & Hefeker, C. (2010). The complex relationship between central bank independence and inflation. En P. L. Siklos, M. T. Bohl, & M. E. Wohar (Eds.), *Challenges in central banking: The current institutional environment and forces affecting monetary policy* (p. 179–217). Cambridge: Cambridge University Press.
- Hielscher, K., & Markwardt, G. (2012). The role of political institutions for the effectiveness of central bank independence. *European Journal of Political Economy*, 28(3), 286-301.
- 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.
- Klomp, J., & De Haan, J. (2010). Inflation and central bank independence: A meta-regression analysis. *Journal of Economic Surveys*, 24(4), 593-621.

- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473-491.
- Orrego, F. (2007). Autonomía del Banco Central de Reserva del Perú: una perspectiva histórica. *Revista Moneda*, 135, 16-22. (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.
- Posen, A. (1998). Central bank independence and disinflationary credibility: A missing link? *Oxford Economic Papers*, 50(3), 33-359.
- Rogoff, K. (1985). The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, 100(4), 1169-1189.
- Walsh, C. E. (2008). Central bank independence. En S. N. Durlauf & L. E. Blume (Eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.

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 prerrequisitos 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 desinflacionario 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.

La experiencia con metas de inflación en América Latina

JOSÉ DE GREGORIO *

Muchas economías emergentes han optado por regímenes de metas explícitas de inflación desde que fueron introducidos por Nueva Zelanda en 1990. Los países de América Latina no han sido la excepción y son en la actualidad ocho las economías de la región que conducen su política monetaria bajo este esquema. Este capítulo primero repasa el pasado de inflación crónica en América Latina y luego describe la experiencia de estos países con la estrategia de metas de inflación, con énfasis en su desempeño macroeconómico durante episodios de crisis.

1 Introducción

En este capítulo discutiré el régimen de metas de inflación como estrategia de conducción de la política monetaria. El régimen ha sido muy popular en América Latina y en la actualidad son ocho países de la región los que lo han adoptado.

Parte importante de mi análisis se basa en De Gregorio (2019) y Céspedes y De Gregorio (2021). Comenzaré explicando cómo son y cómo funcionan estos regímenes en la realidad. Luego, prestaré especial énfasis a eventos durante la Crisis Financiera Global (CFG) de finales de la década de 2000, cuando coincidentemente me encontraba en el Banco Central de Chile. Hacia el final del capítulo dejaré algunas reflexiones sobre la reciente crisis de la COVID-19.

2 Metas de inflación: ¿cómo son realmente?

En primer lugar, hay que entender que los esquemas de metas de inflación no son estrategias de desinflación. Son, por el contrario, estrategias de conducción de la política monetaria que permiten que la inflación sea más estable, que el PBI sea más estable y que la política monetaria sea más efectiva.

* Es un honor rendir homenaje a Renzo Rossini. Siempre fue una autoridad, un verdadero banquero central, muy importante no solo en el Banco Central de Reserva en Perú, sino también por su contribución a las discusiones de política monetaria en toda la región.

Tabla 1
 Fechas de adopción de metas de inflación en Latinoamérica

País	Adopción	Meta inicial	Meta en 2018	Horizonte
Brasil	1999	8 % ± 2 %	3.75 % ± 1.5 %	Anual
Chile	1999	3 %	3 % ± 1 %	Bianual
Colombia	1999	15 %	3 % ± 1 %	Mediano plazo
Guatemala	2005	4 % ± 1 %	4 % ± 1 %	Bianual
México	2001	6.5 %	3 % ± 1 %	Mediano plazo
Paraguay	2011	5 % ± 2.5 %	4 % ± 2 %	18 a 24 meses
Perú	2002	2.5 % ± 1 %	2 % ± 1 %	Continuo
Uruguay	2013	5 % ± 1 %	5 % ± 2 %	24 meses

Fuente: De Gregorio (2019) y páginas web de los bancos centrales. Elaboración propia.

En la tabla 1 muestro las fechas en que se adoptaron las metas de inflación en los países de América Latina. Dos observaciones son importantes. Primero, el grueso de las metas de inflación se adoptó entre finales de los noventa y principios de los años 2000, lo que coincide con una caída de la inflación importante que hubo en la región y en todo el mundo. Lo segundo es que hay países que adoptan el esquema con metas de inflación que no son demasiado agresivas, comparadas con las metas de inflación de hoy en día. Destaca el caso de Colombia que actualmente tiene 3 % con una tolerancia de +/- 1 %, pero cuando partió su meta era de 15 %. Un caso similar es Brasil, que parte de 8 % +/- 2 % para luego llegar a 3.75 % +/- 1.5 %. Las correcciones que se observan en los casos de México, Paraguay y Uruguay son mucho menos y mucho menores aún en Perú y Chile.

Es importante distinguir entre una meta de inflación estable y una meta transicional. La meta transicional era utilizada por países que querían acompañar su proceso de desinflación con una meta que iba cambiando gradualmente cada año. Esta es una forma efectiva de reducir y eliminar la inercia, no necesariamente una manera de reducir la inflación. El caso de Chile es muy discutido porque algunos indican que partió con su meta inflación en los años noventa junto con Nueva Zelanda. No obstante, se trataban de metas transicionales. El esquema de metas de inflación, como tal, se adopta en el año 1999 con una meta estable. El caso peruano es similar, como documenta Perea (2022): se anuncian metas transicionales desde mediados de la década de 1990, pero se adopta el esquema en el año 2002.

Para reducir la inflación hay que atacar sus dos orígenes principales. Uno es fiscal, que es la tradición de América Latina. Cuando el fisco demanda dinero para financiar el déficit, hay que imprimir dinero y esa emisión genera inflación. El se-

gundo es institucional: operar en un esquema sin independencia del banco central. Aquí encontramos sesgo inflacionario porque siempre habrá riesgo de generar expansión por un ciclo político o subir la inflación para licuar las deudas en moneda doméstica. Así, es crucial atacar esas fuentes de dominancia fiscal e inconsistencia temporal, lo que ocurre en América Latina en los noventa. Ello permitió que la inflación bajara y los bancos centrales acompañaran este proceso. Usualmente existe una gran inercia inflacionaria debido a que la credibilidad de la política monetaria no se ha conquistado plenamente o simplemente porque hay fuertes mecanismos de indexación. Atacar estas fuentes ayudó a bajar la inflación; las metas de inflación ayudaron a mantenerla estable.

Todos los países que aparecen en la tabla 1 publican trimestralmente reportes de inflación. Este es un tema importante para anclar expectativas de inflación. Existen otras formas de anclar la inflación, por ejemplo, fijando el tipo de cambio. En este caso, no es necesario rendirle cuentas a nadie ni publicar un reporte porque es cuestión de ver en una pizarra si el tipo de cambio corresponde al valor anunciado. Otro caso ocurre en países con metas de agregados monetarios, donde es cuestión de hacer un seguimiento diario del crecimiento de estos agregados. En cambio, el esquema de metas de inflación indica que el banco central busca lograr una inflación baja, por ejemplo de entre 2 % y 3 %, pero pueden ocurrir desvíos, no por una acción deliberada del banco central, sino porque hay choques de demanda y de oferta que afectan la inflación. Por lo tanto, el monitoreo de la meta es más complejo, pues uno tiene que demostrar que sus acciones son consistentes con conseguir la meta. En ese punto, los reportes de inflación, que son por lo general trimestrales, son cruciales, ya que dan cuenta de qué están haciendo los bancos centrales de la manera más transparente posible. Muchos bancos centrales publican los modelos y los potenciales escenarios de política monetaria para indicar lo que van a hacer y eso logra que las expectativas se anclen en la meta de inflación que finalmente es lo que actúa como ancla.

Uno puede fijar la meta de inflación en cierto nivel, pero si no se da una justificación, no va a lograr controlar la inflación. Por ejemplo, el caso de Argentina durante el gobierno de Mauricio Macri, documentado en Sturzenegger (2019), es muy interesante. Ellos trataron de establecer una meta de inflación convergente que partió de 17 % y que en tres años llegaría a 5 %. Pusieron una escala y dijeron que harían todo lo posible. Sin embargo, el fisco seguía pidiéndole al banco central una cantidad de dinero para financiar el gasto público. Obviamente, mientras Argentina no arreglara su problema fiscal, el esquema no funcionaría. La inflación no iba a caer solo por los anuncios realizados. Si el banco central hubiera mostrado proyecciones bien detalladas y explicado con transparencia por qué se desviaban de los anuncios, quizá habría funcionado mejor.

Otro tema importante es el uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria. Básicamente, la tasa de interés afecta a la demanda agregada. Así afecta a la actividad y, a través de eso, a la inflación. Por lo tanto, el lado monetario se maneja mediante la tasa de interés. La alternativa es el uso de agregados monetarios, pero el problema es que fijar un agregado monetario provoca cambios en las tasas de interés que pueden generar fluctuaciones indeseadas en el producto y la inflación.

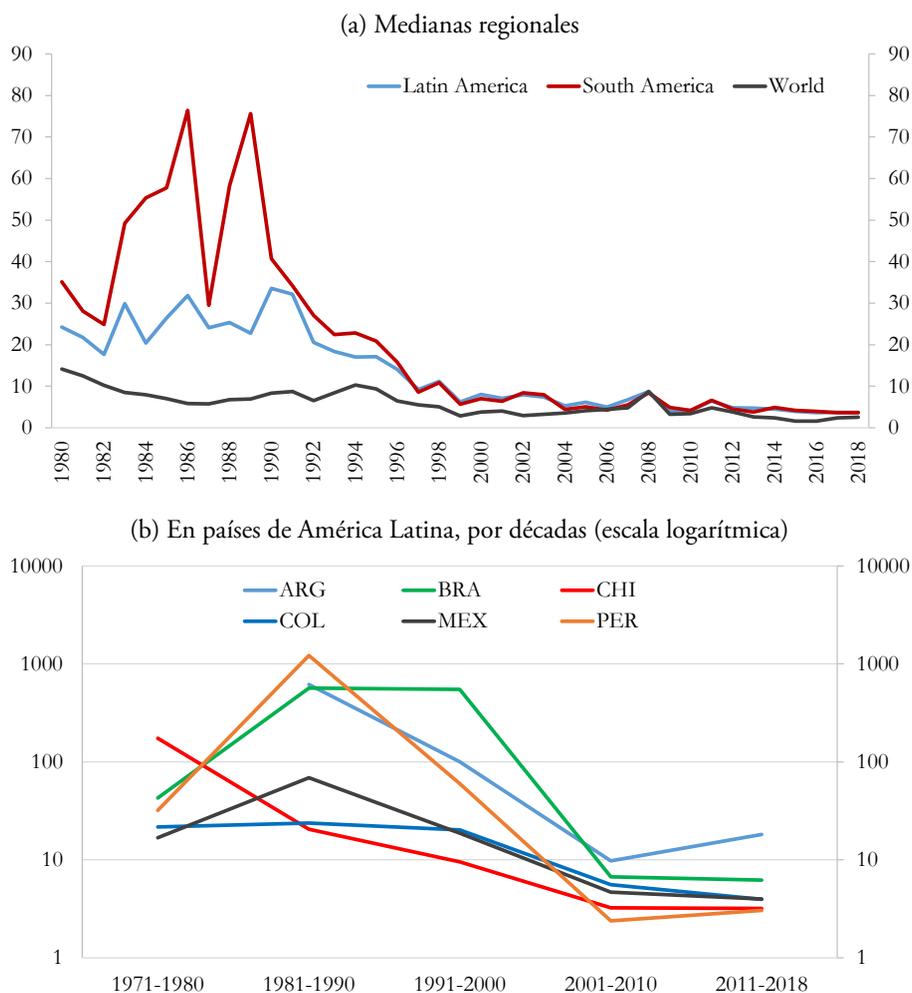
Asimismo, lo más racional para una economía pequeña y abierta como las latinoamericanas, es optar por un tipo de cambio flexible, siguiendo alguna versión de la trilogía imposible. Esta trilogía dicta que los bancos centrales no tienen control del tipo de cambio cuando quieren determinar su política monetaria y tienen apertura a los flujos de capitales, lo que es la norma en la región. No habrá la apertura total, pero los controles de capital que hay son inefectivos y existen dificultades de tratar de manejar el tipo de cambio. El régimen de flotación cambiaria, además, permite que el traspaso del tipo de cambio hacia la inflación sea menor porque nadie va a cambiar los precios si el tipo de cambio está frecuentemente fluctuando.

En la figura 1(a) vemos la historia inflacionaria. La línea roja es Sudamérica y ahí está Perú obviamente con su hiperinflación. Es mejor mirar la mediana que la media porque cuando uno tiene diez países que tienen 10 % y un país que tiene un millón por ciento obviamente la media va a ser 999 mil, en cambio la mediana va a ser 10 %. A pesar de eso, tenemos la mediana bastante alta en Sudamérica. En los años ochenta está cerca de 70 % y si uno expande a Latinoamérica, la línea celeste, la inflación es 30 %, que también resulta alta. La línea negra es la inflación mediana del mundo.

Desde una perspectiva global, se observa que a partir de los años 2000 hay una caída de la inflación sustancial. Por lo tanto, Latinoamérica tuvo un periodo bastante exitoso de control de las causas últimas de la inflación, pero hubo además un fenómeno de desinflación global que permitió a todos controlar y anclar inflaciones bajas. Ese proceso de desinflación global se debe en parte importante a la globalización que genera menos sesgo inflacionario y más estabilidad. Por otra parte, se debe también a mejores mecanismos de producción como la tecnología *just in time* de manejo de inventarios que permite tener los niveles de precio de las empresas bastante más estables. Este es un conjunto de razones fundamentales que aumentaron la productividad. Ahí es cuando aparece la primera revolución tecnológica de IT, tecnología de información y comunicación, que permitió que bajen los precios y aumenten los salarios y las ganancias.

En la figura 1(b) se muestra la inflación de las principales economías latinoamericanas. Es interesante verla por décadas. En la década de los setenta, Chile tuvo

Figura 1
Tasas de inflación históricas (en porcentaje)



Fuente: Fondo Monetario Internacional y De Gregorio (2019). Elaboración propia.

una cuasi hiperinflación muy alta en el gobierno de Salvador Allende de 1973 y la entrada de la dictadura en 1974, pero el grueso de las economías estaba cerca de 30 %. En los ochenta y los noventa, la inflación se dispara en Brasil, Perú, Argentina, y el único país que entre los años 1990 y 2000 logra inflación de un dígito es Chile; el resto de países seguía en dos dígitos.

En el año 2000 se produce la gran reducción de la inflación que ha sido muy poderosa porque al tener una política monetaria independiente de la política fiscal, esta ha logrado ser creíble. Cuando hay desinflaciones producidas por caídas del producto, hay relajación de la política monetaria. La política monetaria en este contexto, aunque es algo aún muy discutido teóricamente, cumple con la doble coincidencia de estabilizar las variaciones del PBI y la inflación al mismo tiempo. En los países con metas de inflación, la evolución es muy parecida, la consolidación se produce al principio de los años 2000. La excepción es Uruguay por su alta exposición a la economía argentina.

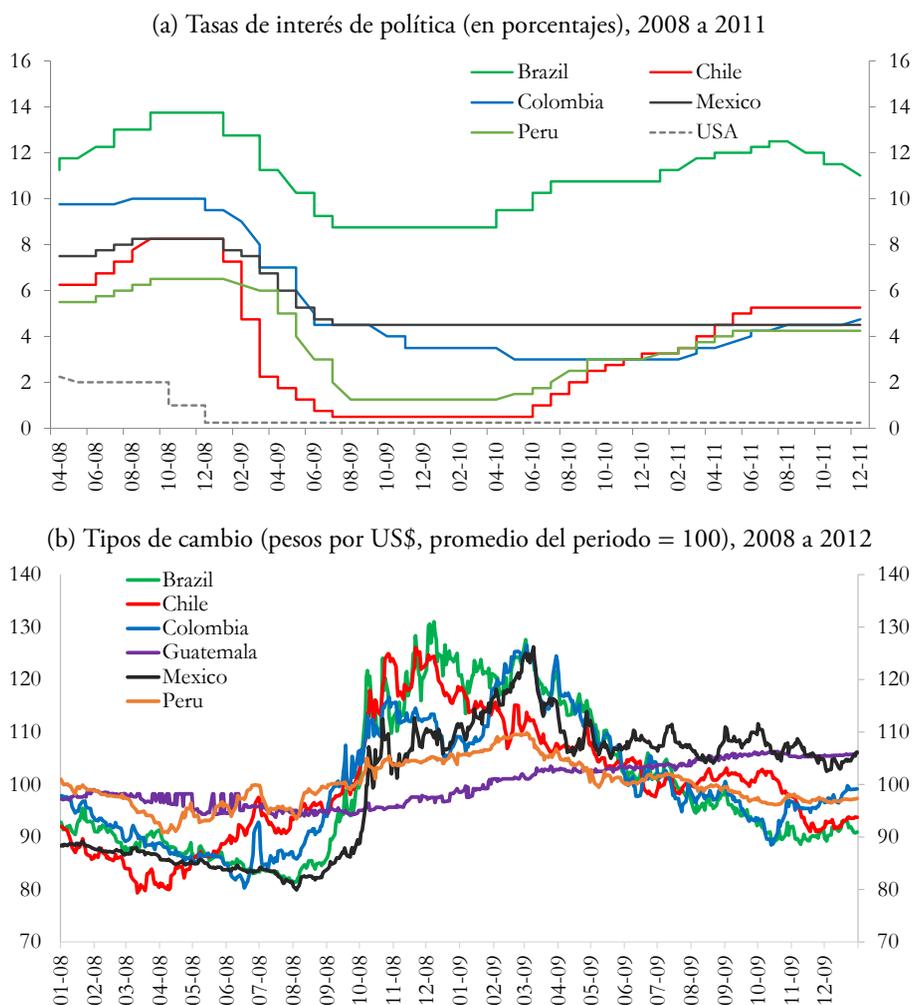
3 Respuestas y desempeño ante crisis

En la figura 2(a) vemos las tasas de política monetaria durante la CFG. Esta crisis llega a finales del año 2008 y lo que nosotros vemos es que en todos los países de la región ocurren bajas sustanciales de las tasas de interés consistentes con una política monetaria proactiva. Ello es importante de destacar porque no había ocurrido antes en América Latina. Es la época en la que la región se gradúa, como lo indican Végh y Vuletin (2013), de las tradicionales políticas procíclicas. Latinoamérica fue capaz de producir un fuerte estímulo monetario sin el tradicional miedo a flotar. Hacia 2010, las inflaciones empiezan a subir, las economías se comienzan a recuperar y los bancos centrales empiezan a normalizar su política monetaria después de ser fuertemente expansivos hasta finales de 2009.

Lo que se observa en la figura 2(b) son depreciaciones severas de las distintas monedas, de hasta cerca de 40 %. No obstante, las economías no sufren un ataque inflacionario ni una crisis financiera doméstica. Recordemos que históricamente estas han sido consideradas las razones para que las economías tengan temor a flotar y, por lo tanto, a relajar la política monetaria. Ante ese temor, terminan generando contracciones monetarias para evitar depreciaciones. Sin embargo, en este episodio ocurrieron los ajustes cambiarios que requerían las economías para salir de la crisis mitigando los efectos sobre la actividad, mientras que las tasas de interés bajas aliviaron las condiciones financieras sin contratiempos. Siempre pienso que si pudiera tomar estos datos de tipo de cambio y mostrárselos a alguien de hace 40 o 50 años, no me creería que es América Latina.

En la figura 3 se muestra el desempeño de América Latina durante la crisis asiática, en el panel de la izquierda, y la CFG, a la derecha. En ambas crisis lo que se hace es tomar el crecimiento de los países de Latinoamérica que siguen metas de inflación respecto a tres grupos de países: la línea roja compara contra todo el mundo, la línea azul compara contra las economías emergentes, y la línea verde compara contra todos los países que no tienen metas de inflación.

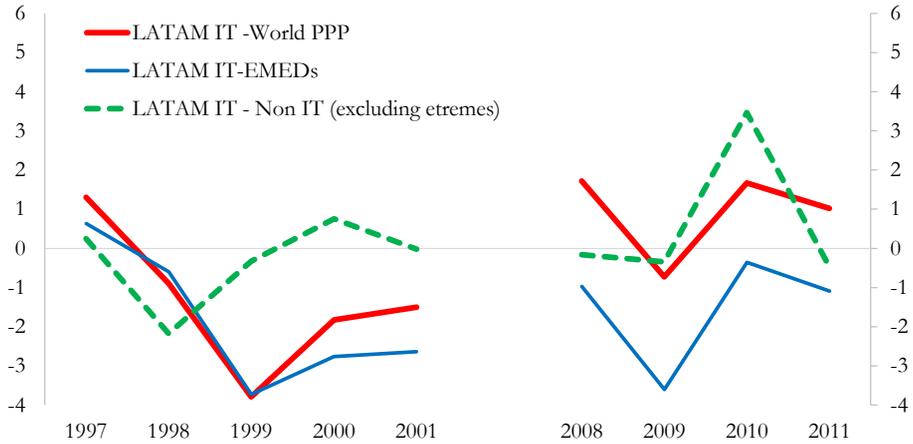
Figura 2
 Tasas de política monetaria y tipos de cambio durante de Crisis Financiera Global



Fuente: Bloomberg y De Gregorio (2019). Elaboración propia.

En los años 1998 y 1999 todas las economías latinoamericanas que hoy siguen el esquema metas de inflación, pero que en ese entonces aún no lo adoptaban, muestran un desempeño mediocre al contrastarlo con el resto del mundo y con las economías emergentes. El mal desempeño persiste incluso hasta el año 2001. Durante la CFG, no hubo tanta diferencia al comparar estas economías con el resto

Figura 3
Desempeño relativo de los países latinoamericanos con metas de inflación durante las crisis de las décadas de 1990 y 2000



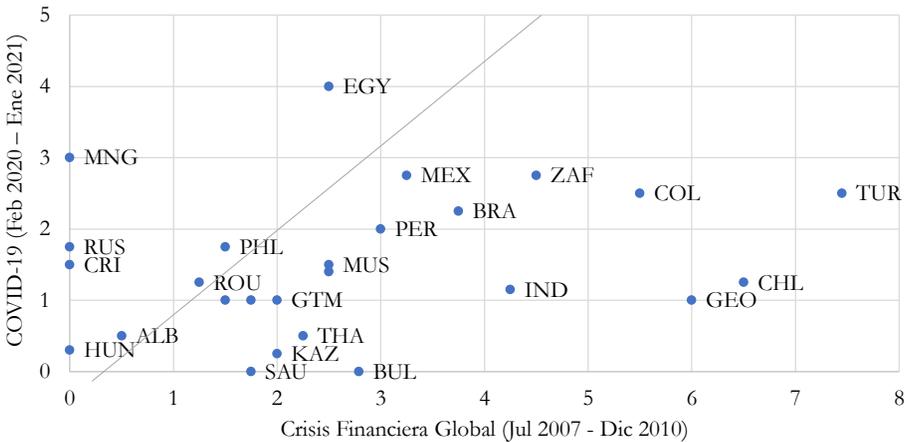
Fuente: Fondo Monetario Internacional y De Gregorio (2019). Elaboración propia.

del mundo, aunque la recuperación sí resultó más rápida y se nota una diferencia significativa, particularmente respecto a las economías que no siguen metas de inflación. Al menos en esta pequeña comparación, las economías de Latinoamérica que siguen metas de inflación tuvieron mucho mejor desempeño que el que tuvieron durante las crisis de finales de los años noventa.

En la figura 4 vemos lo que ha ocurrido en la crisis de la COVID-19 y en la CFG. Este desempeño resulta interesante por al menos dos razones. Primero, las tasas parten en niveles más bajos. La línea diagonal marca los puntos donde los ejes son iguales y se observa que durante la CFG la expansión monetaria fue mucho mayor entre los países emergentes. En particular, los países latinoamericanos con metas de inflación (Perú, Brasil, Colombia, Chile y México) son mucho más agresivos durante la CFG y parte importante de eso, hay que recordarlo, es porque parten con tasas más altas. Tras la CFG, las tasas se recuperan después, pero no vuelven a los niveles pre-crisis financiera internacional. Por lo tanto, el espacio monetario es menor durante la crisis de la COVID-19.

Ahora comparamos las expansiones cuantitativas, es decir, cuántos activos acumularon los bancos centrales comprando en algunos casos moneda extranjera, en otros casos títulos como lo hizo Estados Unidos, durante ambas crisis. En la figura 5 vemos que durante la CFG las economías avanzadas más grandes hicieron una

Figura 4
Reducción de tasas de política monetaria en economías emergentes (porcentaje)



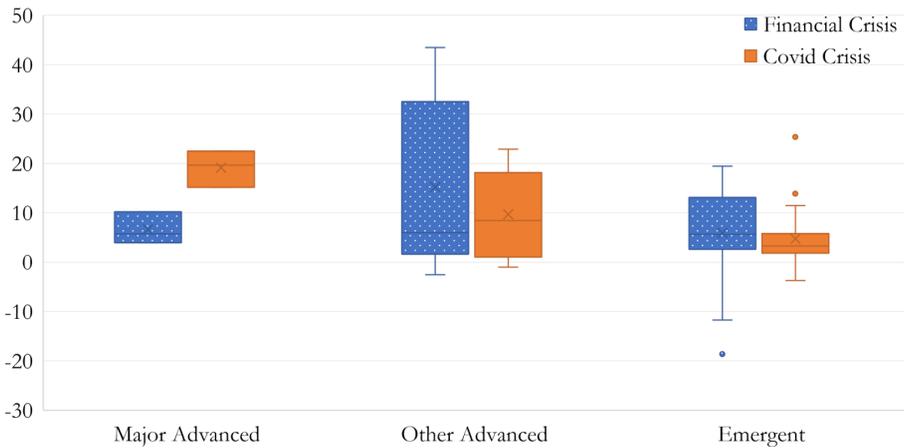
Fuente: Bloomberg y Céspedes y De Gregorio (2021). Elaboración propia.

fuerte acumulación de activos, la que fue menor que la que hubo durante la crisis de la COVID-19. En este grupo destacan las acciones de países como EE. UU. e Inglaterra. En economías emergentes, en cambio, observamos que hay una mayor expansión cuantitativa y más acumulación de activos en los balances durante la CFG. Es decir, la política monetaria fue mucho más agresiva durante la CFG. Un factor por destacar es que los bancos centrales, con el apoyo de los respectivos gobiernos, implementaron programas de expansión del crédito durante la crisis de la COVID-19. La intensidad de estos programas fue inédita.

La diferencia fundamental entre las crisis anteriores y la de la COVID-19 es que las primeras eran crisis de demanda agregada. Cuando el mundo colapsa, cae la demanda por nuestros bienes, lo que transmite miedo y malas noticias. Entonces, los bancos centrales bajan sus tasas para estimular la economía. En los países avanzados fue por la CFG y en la crisis de la deuda fuimos nosotros los latinoamericanos. Las empresas no demandan crédito porque no hay actividad.

La crisis de la COVID-19 fue distinta, fue una crisis en la que el mundo estaba completamente normal y no había ningún problema doméstico. De repente, hay que confinarse y cortar muchas actividades sin saber hasta cuándo. La actividad económica colapsa porque no podemos trabajar. No es que no hay empleo, no es que haya caído la demanda: lo que cae, lo que se cierra es la actividad económica como un todo. En cierto sentido, la crisis de la COVID-19 es también una crisis

Figura 5
Activos de los bancos centrales (cambio como porcentaje del PBI)



Fuente: Bloomberg y Céspedes y De Gregorio (2021). Elaboración propia.

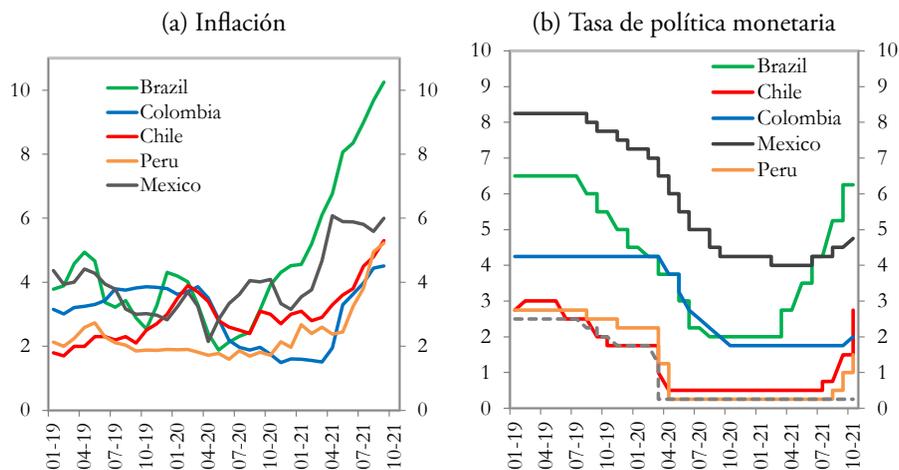
de deuda y la única manera de salir adelante es postergando los pagos de los deudores. Por ello, en la inmensa mayoría de las economías emergentes los gobiernos dieron a las empresas garantías a los créditos, los bancos centrales proveyeron de financiamiento para que los bancos tuvieran la capacidad de expandir el crédito y tomar estas garantías que estaba ofreciendo el Estado. Esto significó que esta es una de las pocas crisis en la cual el crédito sube en el pico de la crisis, aunque la actividad económica colapsa. El crédito, en este caso, es lo que nos permite que las economías no se destruyan.

En la figura 6(a) vemos lo que está pasando recientemente. Estamos saliendo de la pandemia y vemos una explosión de la tasa de inflación. No hablamos, por supuesto, de las inflaciones de antaño, sino de una explosión relativa a los parámetros actuales. Hacia finales de 2021, las inflaciones en Chile, Colombia, México y Perú se encuentran entre 5 % y 6 %, mientras que en Brasil excede ligeramente el 10 %. El origen del incremento viene por el lado de la oferta, aunque también hay presiones de demanda interna que afectan la propagación de la inflación.

4 Conclusiones

En conclusión, ¿qué nos dicen las metas de inflación que debemos hacer frente a estos choques de oferta? Depende. Si el choque es transitorio, no hay mucho que

Figura 6
Inflación y tasa de política monetaria durante la pandemia de la COVID-19



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia.

hacer. Si la inflación subió porque durante estos tres meses no hubo producción un mes, siendo una situación transitoria, y en la medida que no sea un bien muy esencial, se puede esperar a que transcurra el tiempo y todo se normalice.

Sin embargo, hay dos características de este choque de oferta que lo hacen complicado. Primero, que tiene que ver con las materias primas que son insumos esenciales, por lo tanto, puede durar tres o cuatro meses el alza, pero su contaminación al resto de los precios puede hacerla muy prolongada e incluso podría causar desanclaje de expectativas. No solo vamos a tener un aumento del petróleo o el gas, sino que también suben el precio de los bienes que los usan como insumo y podrán empezar a subir los precios de otros bienes porque todo se ha hecho más caro para recuperar el poder de comprar. La inflación se propaga. Es decir, podríamos estar a inicios de una espiral de precios y salarios. Ello significa mayores presiones inflacionarias y que la gente empiece a ajustar sus expectativas de inflación al alza. Además, si el choque de oferta es persistente, equivaldría a un choque negativo de productividad que reduce el producto de pleno empleo.

Dadas ambas consideraciones, corresponde subir la tasa de interés que es lo que están haciendo los países de América Latina, como se aprecia en la figura 6(b). Es importante destacar que no se reacciona a la inflación corriente, sino a la perspectiva inflacionaria. En los casos de Chile y Brasil, se han observado las alzas más significativas de política monetaria, pero también son los casos en donde los

estímulos a la demanda son más evidentes y que pueden traer implicancias adversas sobre la inflación futura y sobre las expectativas. La reacción de política observada es consistente con la conducción prospectiva de la misma.

Referencias

- Céspedes, L. F., & De Gregorio, J. (2021). Central banking and credit provision in emerging market economies during the Covid-19 crisis. En B. English, K. Forbes, & A. Ubide (Eds.), *Monetary policy and central banking in the Covid era* (p. 371-389). CEPR Press.
- De Gregorio, J. (2019). Inflation targets in Latin America. En *The New Palgrave Dictionary of Economics* (p. 1-10). London: Palgrave Macmillan UK.
- Perea, H. (2022). El camino hacia la inflación de un dígito. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíás* (p. 57-68). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Sturzenegger, F. (2019). Macri's macro: The elusive road to stability and growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2019(2), 339-436.
- Végh, C. A., & Vuletin, G. (2013). Overcoming the fear of free falling: Monetary policy graduation in emerging markets. En D. Evanoff, C. Holthausen, G. Kaufman, & M. Kremer (Eds.), *Role of central banks in financial stability: How has it changed?* (p. 105-131). World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.

Parte II

Reformas y consolidación fiscal

Reformas estructurales en el Perú

CARLOS PARODI*

Las reformas implementadas desde 1990 transformaron la economía peruana, que pasó de un esquema estatista y proteccionista a uno basado en el mercado y la apertura comercial y financiera. Estos cambios consiguieron una evidente mejor asignación de recursos y convirtieron a la economía peruana en una de las más sólidas de la región. Sin embargo, la ausencia de una reforma profunda del Estado y de la gestión pública impidieron que la bonanza macroeconómica se trasladara al mayor bienestar de todos los ciudadanos. La agenda pendiente es avanzar sobre los cimientos construidos por la primera generación de reformas. De ello dependerá la evolución de nuestro bienestar en el futuro.

1 Introducción

He estado buscando una definición de reformas estructurales para entender la idea integralmente y he llegado a esta conclusión: es un conjunto de cambios profundos que tienen el objetivo de mejorar la manera como funciona la economía. Más aún, las reformas actúan sobre consideraciones de oferta; en particular, buscan aumentar la competitividad y la productividad.

En los años noventa, el Perú experimentó una gran transformación que cambió, para bien, el funcionamiento de la economía. Hasta antes de 1990, era normal que el Estado controle precios, mantenga empresas públicas deficitarias e intervenga en casi toda actividad económica y social. El modelo estatista fracasó y justamente este fracaso promovió un giro hacia el mercado. La orientación hacia el mercado no fue una imposición, sino que fue una respuesta de la sociedad a un Estado sobredimensionado que simplemente no funcionaba y que generó, a finales de la década de 1980, fuertes recesiones y una hiperinflación enorme.

* Recuerdo mucho a Renzo Rossini, un amigo del cual siempre tuve la mejor impresión. Conversamos muchas veces sobre el tema de reformas estructurales y es claro que el Perú hoy en día necesita economistas tan capaces y comprometidos como Renzo. En su honor, en este capítulo, planteo algunas ideas sobre las reformas hechas en el Perú y las que aún permanecen pendientes.

La economía se adhirió a las ideas del mercado; pero, ¿a qué nos referimos con estas ideas? Hoy, cuando vamos a comprar un bien o servicio, tomamos la decisión en función de una combinación precio-calidad. Si no nos complace, buscamos otro lugar para comprar, o un sustituto. Si mucha gente cree que dicho bien o servicio no reúne las condiciones esperadas, entonces nadie lo compraría. Así, los compradores estamos votando mediante nuestra elección y le estamos diciendo al productor qué hacer con ese bien o servicio. A eso le llamamos “soberanía del consumidor”: es el consumidor, a través de su elección, quien a la larga determina lo que se produce y lo que no.

La apertura al mundo que hoy día consideramos normal, no siempre lo fue. Ilustro con un ejemplo. Suponga que necesitamos comprar un teléfono. Posiblemente, la decisión tenga que ver con comprarlo en la tienda del operador o en alguna tienda comercial. Pocas veces imaginamos la posibilidad de que cuando vayamos a la tienda nos digan “no tenemos ahora *ningún teléfono*, pero vuelve en dos semanas que *de repente* vamos a tener”. Entre los años setenta y noventa no había plena apertura comercial y no era fácil acceder a productos importados. De hecho, la norma era no encontrar el producto en la tienda. Hoy los compradores gozamos de una amplísima oferta de productos, bienes o insumos, de todo el mundo; eso es gracias a las reformas que comenzaron en el año 1990.

Con las reformas, el Estado dejó de producir y conducir la economía para adoptar un rol regulador. Ello significa, en términos muy sencillos, que su rol es evitar el abuso de la posición de dominio que algunas empresas o que algunas personas podrían tener en el mercado. Todo ello supuso un gran cambio institucional con un doble objetivo: lograr un crecimiento que se sostenga en el tiempo, que no sea un hipo, y que además tenga impactos sociales positivos.

Es bueno aclarar que la estabilización y el proceso de reformas no son lo mismo. Voy a utilizar una analogía. Imaginemos que una persona en estado grave entra por motivos desconocidos a una unidad de emergencia; cuando los médicos reportan haber estabilizado al paciente, significa que consiguieron mantener sus signos vitales estables. Luego vendrán una serie de análisis y pruebas para recomendar un tratamiento adecuado o una operación. Esas son las reformas. Es decir, estabilizar es evitar que la economía muera; reformar es hacer que comience a funcionar.

Asimismo, la ciudadanía siempre espera resultados rápidos; si no los hay, el paso del tiempo puede diluir el apoyo a las reformas. Al final, la evolución de la economía es como construir una casa. La casa necesita cimientos sólidos: la estabilidad macroeconómica que se consiguió desde los años noventa vía un banco central independiente y despolitizado, y un manejo responsable de las finanzas públicas. Pero ello no garantiza que construyas la casa. Si tú solo tienes buenos cimientos y no haces la casa, a través de reformas adecuadas, entonces no llegas

al bienestar. El bienestar te lo da la casa, no los cimientos. Pero sin los cimientos sólidos tampoco puede irse muy lejos.

Por otro lado, la ocurrencia de choques exógenos puede debilitar el apoyo a las reformas pro-mercado. Ejemplos emblemáticos son la turbulencia financiera de los mercados emergentes entre 1998 y 2002, la burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos y Europa entre 2007 y 2009, y la COVID-19 a partir de 2020. Estos choques pueden alimentar narrativas que asocian los efectos del choque con fallas del “modelo” con la intención de “cambiarlo todo” para obtener rédito político. No siempre se tiene la inteligencia para mantener lo que funciona y mejorar lo que no funciona. Patear el tablero es un grave error porque, asume equivocadamente, que las políticas del momento son las culpables de todos los males. Por ejemplo, se argumenta que la corrupción y la deficiente gestión pública son consecuencias del libre mercado y no de las evidentes falencias en el funcionamiento del Estado.

Podemos establecer una secuencia para las reformas. En primer lugar, se tiene un conjunto de políticas adoptadas que la población ya entiende como causante de problemas. Luego, la situación económica se deteriora, se valida la percepción del público y se consigue el apoyo político para reformar. En el Perú de los años ochenta, la población entendió que la crisis se originaba en las medidas que el gobierno toma sobre la economía: la crisis se profundizó, los precios subieron mucho junto con el desempleo y la pobreza. Surgió la sensación de urgencia y el consenso que había que hacer algo distinto; no más de lo mismo. Ello a pesar de que las reformas implican un costo de adaptación a la nueva situación.

2 Las razones para las reformas

¿Por qué hacer reformas? Una primera idea es que las crisis económicas cuestan. Si nos centramos en la evolución del PBI por habitante, notaremos que en 2007 teníamos el mismo PBI por habitante que en el año 1975; es decir, Perú sufrió un atraso de treinta años. Durante el periodo comprendido entre 1970 y 1990, el Estado intervino entusiastamente en la economía. Puede argumentarse que durante la década de 1980 el país experimentó un entorno externo muy negativo. No obstante, entre 1998 y 2002, así como en los años 2008 y 2009, el país enfrentó entornos externos incluso más adversos. La diferencia es que a partir de 1990 nuestra solidez macroeconómica, los cimientos, permiten aguantar estas turbulencias.

El costo de la crisis peruana se aprecia mejor cuando nos comparamos con países con los que fuimos similares en algún momento tales como Corea del Sur, Chile o Brasil. En los años cincuenta, nuestro PBI por habitante era superior al de ellos; luego vino el descalabro por la fuerte presencia del Estado en la economía y no solo nos sobrepasaron, sino que, cuando Corea del Sur voltea a ver por el

espejo retrovisor, Perú ya no está, ni siquiera nos ve. Chile tiene el doble de PBI por habitante que nosotros.

Para crecer a estos niveles, estos países no han hecho nada mágico, solo han respetado los principios básicos de economía y del mercado: han abierto la economía al mundo y han avanzado mucho más que nosotros en reformas en el campo institucional y en otras áreas, que han permitido que esto se sostenga. Es tan simple como eso. En el caso de Brasil, este país nos superó desde mediados de la década de 1970, pero, por los programas que siguieron en el siglo XXI los presidentes Luiz Inácio Lula da Silva y Dilma Rousseff, sufrió una desaceleración en su crecimiento. Hoy en día, el PBI por habitante peruano es similar al brasilero.

El proceso de reforma de la década de 1990 inicia con la estabilización, lo que significó en buena cuenta bajar la inflación. Ello se logró con un banco central independiente, el manejo responsable de la masa monetaria y un manejo fiscal equilibrado. La regla clave fue prohibir que el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) prestara dinero al poder ejecutivo. No podía financiar déficit fiscal a través de emisión de dinero y, así, la inflación se redujo rápidamente. Estas medidas fueron tomadas desde la presidencia del país que contaba con un equipo económico, el BCRP y el apoyo de organismos internacionales. Es decir, esta gestión fue realizada por un grupo pequeño de personas y el impacto fue inmediato. Repentinamente, los precios dejaron de subir, lo que respaldó y reafirmó su trabajo.

En paralelo, se plantearon un conjunto de reformas. Primero, se inició el proceso de apertura comercial, antes de la cual existían muchos obstáculos arancelarios y paraarancelarios. A la par, se impulsó la liberalización financiera, con la cual la tasa de interés quedó determinada por el mercado. Asimismo, se privatizaron muchas empresas y se crearon paulatinamente entes reguladores tales como Indecopi, Ositran, Osinerg, entre otros. Así, el Estado pasó a ser el regulador. Finalmente, se recuperó la disciplina fiscal, lo que permitió que la economía creciera.

Sin embargo, sabemos que crecer significa producir más, lo que no es igual a desarrollar. Desarrollar la economía pasa por reformas institucionales entre las que se encuentran la reforma del Estado, así como mejorar la provisión de salud y educación públicas. Desde el ímpetu reformador hasta la pandemia de la COVID-19 en 2020, hemos pasado más de veinte años preguntándonos: ¿qué cosas se han hecho en salud para que haya más camas UCI? ¿Qué se ha hecho en educación para que los estudiantes aprendan mejor? ¿Cuánto han mejorado las condiciones sociales? ¿Se ha reformado el sistema judicial para servir mejor al ciudadano y luchar contra la corrupción? ¿Se ha reformado el sistema político? ¿Somos más competitivos que antes? Lamentablemente, la respuesta a todas esas preguntas es que se ha hecho poco. Todas estas reformas son las ausentes y, dado que son las que hacen la conexión entre las cifras macroeconómicas y el bienestar de la población,

quien emite su voto en una elección concluye que “las cosas de los economistas” no sirven para nada. Cuando se le pregunta a la población cómo ve la economía, no responde diciendo que el PBI está subiendo, sino que no tiene trabajo o que sus hijos no acceden a educación de calidad. La tarea pendiente es conectar las reformas económicas que ya se hicieron con la necesidad de avanzar en reformas que logren que el bienestar aumente.

Esta tarea es difícil porque requerimos una mejor burocracia y un poder judicial que realmente funcione. ¿Cuántos acusados por corrupción hay desde que apareció el tema Odebrecht? ¿Cuántos tienen sentencia? Experimentamos el ruido pasajero, pero después se acabó. Necesitamos un verdadero consenso para aplicar estas reformas y no quedarnos defendiendo lo evidente: que con cimientos débiles la construcción no es posible. Lamentablemente, el gobierno del presidente Pedro Castillo parece dar a la búsqueda de estos consensos la última prioridad.

Otra forma de abordar la problemática es tomando la perspectiva de Naím (1994), quien divide las reformas en reformas de primera y de segunda generación. Las de primera generación, Perú ya las ha hecho: reducir la inflación, restablecer el crecimiento, modificar las reglas macro, reducir el tamaño y ámbito del Estado, desmantelar instituciones del proteccionismo y estatismo. En ello hay avances notables, se hicieron las primeras privatizaciones, la reforma fiscal, se abrió la economía en términos comerciales, los precios quedaron adheridos al mercado. Lo importante es que esto se hace con autonomía del resto del sistema político.

Las reformas de segunda generación son las que quedan pendientes en el Perú. Estas son las reformas orientadas a mejorar la competitividad y las condiciones sociales. Perú no es un país competitivo en este momento. La estabilidad macroeconómica no es suficiente, y debemos avanzar a partir de ella. La lista es amplia e incluye fortalecer las instituciones judiciales, reformar las leyes laborales, mejorar la provisión de la salud y educación públicas, entre otras.

Uno debe hacerse preguntas muy sencillas: ¿por qué las empresas no contratan más gente? ¿Por qué la administración pública no funciona bien? ¿Por qué el gobierno está tan mal organizado y es tan caótico? ¿Por qué el poder judicial es tan lento? ¿Por qué tenemos baja capacidad para recaudar? ¿Por qué se vinculan tan mal el gobierno central con los gobiernos subnacionales, es decir, los gobiernos regionales y municipales? Este tipo de preguntas resaltan la importancia de hacer las reformas. Ahora, ¿por qué hay obstáculos para hacer estas reformas? Nadie puede estar en contra de mejorar las condiciones sociales, la educación, la salud o de tener un poder judicial más eficiente. El tema es que se requieren voluntad política, conocimiento técnico y consenso para lograrlo. No es una tarea sencilla.

3 Las reformas de primera generación

En el Perú, en los años noventa, se implementaron una serie de reformas que se sostienen hasta hoy. Aquí un breve repaso de las más relevantes.

Primero, la liberalización comercial que implicó que se bajaran aranceles y se destraban muchos obstáculos paraarancelarios. Antes había una lista de productos que no podían importarse libremente. Ahora sabemos que prácticamente todo se puede importar y nos hemos acostumbrado a ello. Si levanta sus ojos en este momento y ve lo que tiene a su alrededor, e inclusive parte de lo que tiene puesto, seguramente va a encontrar que una gran parte es importada. Ello se debe a que estamos abiertos al mundo en términos comerciales.

En segundo lugar, se liberalizó el mercado financiero doméstico o se abrió la cuenta de capitales. Ello permite que el Perú se pueda endeudar con el exterior sin dificultades. Hoy, el gobierno peruano puede emitir bonos para conseguir recursos. En 2020, en plena pandemia, emitimos bonos a condiciones sumamente favorables para el país. Esto no es gratuito. En el mercado mundial de capitales nadie te regala las cosas; ocurren porque haces bien la tarea y eres responsable en el manejo de la economía interna.

En tercer lugar, en el año 1992, se promulgó una ley que promovía la inversión privada nacional y extranjera, en igualdad de condiciones. La inversión privada floreció y la inversión extranjera en el Perú aumentó significativamente. La inversión extranjera es positiva porque transfiere tecnología y contrata personas. Entonces, el verdadero nacionalismo no está en impedir la inversión extranjera, sino en aprovechar las nuevas tecnologías y conocimientos para que, a la larga, tengamos menos gente en pobreza, para que contemos con mejores sistemas de salud y educación.

En esta misma línea y en cuarto lugar, se privatizaron las empresas estatales de telefonía, de energía eléctrica, de producción y comercialización mineras, de hotelería, entre muchas otras. En ocasiones se busca criticar las privatizaciones porque existen indicios de corrupción en algunos procesos de privatización. La corrupción es un lastre que debe ser desterrado de todo ámbito, pero su relación con la privatización no es clara ni exclusiva y no implica en absoluto que la privatización sea *per se* negativa.

Tomemos el ejemplo de la privatización de la telefonía. Hoy un alto porcentaje de la población tiene celular; en mis tiempos había una compañía de telefonía estatal (Compañía Peruana de Teléfonos) y si uno quería un teléfono en casa, tenía que llamar para registrarse y esperar uno o dos años, posiblemente después de conseguir el favor de algún funcionario de la empresa. Era común que los vecinos tocaran la puerta pidiendo prestado el teléfono. Muy poca gente tenía teléfono. Entonces, se abrió la economía y ahora todo el mundo puede acceder a uno.

En quinto lugar, se realizó una agresiva reforma tributaria a pesar de que hoy está algo estancada. Desde mi punto de vista, el problema está atado a la informalidad. En el Perú entre siete y ocho de cada diez trabajadores son informales y una de cada dos empresas es informal. Ningún país es viable de esa manera, por lo que resulta indispensable formalizar la economía.

Las instituciones no funcionan como quisiéramos y ello incluye no solo a organizaciones como el congreso o el poder judicial, sino que me refiero a las reglas de juego. Las reglas de juego incluyen reglas formales, las que están escritas en las leyes y los reglamentos, y otras que son informales que provienen de las costumbres o de la cultura del país. Estas se reflejan en lo cotidiano como saltarse la cola, o ponerse en la cola de mayores de 65 años en el banco cuando no corresponde. Estas instituciones, formales e informales, deben mejorar gradualmente para lograr el desarrollo.

Esto puede cambiar. Tomemos como ejemplo lo que ocurrió con el uso del cinturón de seguridad. Hace quince años nos acostumbramos a ponernos el cinturón de seguridad cuando nos sentamos en la parte delantera del auto. Podemos acostumbrarnos a otras cosas también, a hacer las cosas bien. ¿Qué es lo que envidiamos cuando visitamos a países anglosajones? El orden. Siempre hay tráfico, pero cada carro está en su sitio y eso funciona. Si uno desea tomar un taxi saliendo del aeropuerto, hay una cola para ello. En el Perú, al salir del aeropuerto, todos gritan “taxi”. Esa parte institucional tiene que ver con nuestro propio comportamiento y eso debe mejorar. No todo es responsabilidad de quien hace las reformas; nosotros somos parte de ese proceso.

4 El impacto de las reformas

Como sostienen Ortiz y Winkelried (2021), los efectos de las reformas han sido notables. Si observamos la evolución del PBI real desde 1980, notamos caídas a mediados y finales de los ochenta. Después de eso hemos tenido casi todo el periodo tasas de crecimiento positivas. El crecimiento es fundamental por dos razones. Primero porque es la única manera de generar empleo sostenible. Segundo, a pesar de la informalidad, aumenta la recaudación tributaria y, por ende, puede gastar más. El gobierno no debería ir en contra de aquellas actividades que más impuesto generan porque, al hacerlo, está yendo en contra de su propia fuente de ingresos.

Por otro lado, debemos comprender mejor el comportamiento de la economía y, en especial, aprovechar los tiempos buenos para hacer las reformas y no esperar a los tiempos malos. Es similar al mantenimiento de una vivienda. ¿Cuándo es más conveniente hacerlo? Cuando te va bien y tienes un excedente puedes destinar recursos para pintar las paredes. Entonces, resulta mejor hacer reformas cuando la

economía está bien encaminada. A ello hay que agregar que en el Perú dependemos mucho del entorno internacional. Un buen ejemplo ocurrió hacia finales del gobierno de Alejandro Toledo y durante el segundo gobierno de Alan García, cuando se supo aprovechar un entorno externo muy favorable para el Perú, y se impulsaron ciertas reformas como la firma de tratados de libre comercio o de profundización financiera. No obstante, nuestra institucionalidad puede hacer que un entorno internacional desfavorable sea muy perjudicial para hacer reformas.

Respecto a la inflación, los resultados de las reformas son evidentes. En lo que va del siglo XXI, Perú tiene la menor inflación promedio anual de América Latina. Cuando alguien me dice que la crisis económica en 2020 fue peor que en 1989, solo me queda mirarlo con “cara de autogol”. En el año 2020, los precios subieron 1.9 % y el PBI real cayó 11 %. En el año 1989, los precios subieron 3,500 % y el PBI real cayó 12.3 %.

En cuanto a temas fiscales, en los años ochenta, el déficit promedio era 8.6 % del PBI. En los años noventa, se redujo a 3.1 % del PBI y en el siglo XXI, sin contar el año 2020, solo 0.6 % del PBI. Conseguimos un manejo fiscal muy prudente. A su vez, la deuda pública en el año 1990 era 89 % del PBI, se reduce hasta que en 2019 llegó a 26.8 %; en 2020, obviamente consecuencia de los extraordinarios gastos en salud que hubo que hacer en un contexto de caída de ingresos, se elevó a 34.8 %. Pero aun así estamos dentro de niveles más o menos recomendables en el ámbito mundial. Por ello, somos un país que actualmente puede acceder a los mercados internacionales a tasa de interés baja y a plazos largos, pero eso depende de lo que los mercados vean que va a pasar en el futuro en el Perú. Ello no se llama especulación, sino expectativas.

Las expectativas son un factor que está dentro tanto de la demanda como de la oferta, ya que cuando tomamos una decisión incorporamos toda la información disponible que tenemos, incluyendo proyecciones y perspectivas futuras de la economía. Si vemos que el gobierno hace las cosas mal, tus expectativas van a terreno negativo y postergas decisiones de gasto, consumo o inversión, que de otro modo habrías hecho. Cuando las pospones, postergas el crecimiento y, por ende, la posibilidad de aumentar el bienestar.

La evolución del ingreso por habitante muestra una tendencia ascendente, en un contexto en donde la distribución del ingreso podría no ser del todo adecuada. Las constituciones de 1979 y 1993 definen a la economía peruana como una “economía social de mercado”. En términos simples, el sector privado a través de mecanismos de libre mercado crea riqueza, genera empleo y paga impuestos. Con los impuestos que recibe, el Estado debería implementar políticas redistributivas de educación, salud, caminos rurales, entre otros, para incluir a todos en el proceso de crecimiento. Si no creces, no redistribuyes. Pero si solo creces y no redistribuyes,

entonces es natural que, al no hacer las reformas pro-redistribución, este crecimiento quede en manos de aquellos que podemos acceder al mercado. Nuevamente, es necesario hacer otras reformas.

La inversión privada también creció significativamente. En los años ochenta alcanzaba los 20 mil millones de soles reales (de 2015); para 2016 había crecido hasta 90 mil millones de soles reales. Además, de cada 10 soles que se invierten en el Perú, 8 soles provienen del sector privado. Con ello no me refiero solo a la gran minera o a los bancos; sino también a aquella persona que tiene un carrito sanguchero y pone un negocio pidiendo un préstamo pequeño a una financiera. Así empieza a operar y generar su propio empleo. Si crece un poco, emplea a otra persona. La inversión privada precede a todo emprendimiento que proviene de un privado que decida tomar el riesgo.

Reflexionemos sobre el rol del Estado. Hoy, el gobierno quiere, por ejemplo, que sea el Estado quien busque el petróleo. Buscar el petróleo es una actividad riesgosa: puedes encontrarlo y puedes no encontrarlo. Más allá de posturas ideológicas, a título personal, prefiero que mis impuestos vayan a financiar educación y salud, en lugar de actividades riesgosas. Prefiero que esos riesgos los asuma un privado.

En el Reporte de Competitividad Global de 2019, elaborado por el Foro Económico Mundial (Schwab, 2019), se muestra que el Perú está en primer lugar en estabilidad macroeconómica, empatado con otros países, ocupando el primer lugar de un mundo de 141 países. No obstante, urge hacer cambios en varios frentes: en prácticas laborales, ocupamos el puesto 77; en capital humano, el puesto 81; en infraestructura, el puesto 88; en capacidad para innovar, el puesto 90; en instituciones, el puesto 94; y en adopción de tecnologías nos ubicamos en el puesto 98. Queda claro que la estabilidad macro es una condición necesaria, pero no suficiente para que una economía crezca y eleve la calidad de vida que es lo más importante. Para elevar la calidad de vida debemos actuar sobre aquellas categorías en las que no estamos tan adelante.

5 Posturas frente a las reformas

En esta sección repasaré brevemente las diversas posturas que se han tomado alrededor de estas reformas.

La primera es que las reformas no han servido y estos son los recalcitrantes que indican que “el modelo” no funciona. Lo llaman “neoliberalismo”, que es una palabra básicamente inventada utilizada por críticos para desacreditar, sin mayor arraigo en la evidencia, apuestas basadas en el libre mercado. Mi postura es otra, orientada a que es el Estado quien normalmente no funciona ¿Acaso el modelo ve-

nezolano funciona? ¿El cubano? ¿El argentino? No obstante, la pregunta realmente relevante es: ¿qué se entiende por “modelo”? Un modelo de fondo requiere de un sector privado que funcione y de un Estado que funcione, con la menor o con cero corrupción en ambos lados. Hay que comprender que, si hay un choque exógeno como el que ocurrió en 1998 o 2008, o ahora en 2020, las instituciones del Estado podrían, y deberían, amortiguar el choque para la gente más vulnerable.

La segunda postura es que las reformas no fracasaron, sino que faltó completarlas y profundizarlas. Por ejemplo, no se hizo una reforma laboral adecuada y la reforma tributaria no fue lo suficientemente profunda. Esto es querer hacer un pie de limón siguiendo la receta de un video tutorial, pero sin tener limones. Puedo seguir el tutorial y probablemente obtendré una masa que se asemeje a un pie de limón, aunque no será un pie de limón.

La tercera postura ha sido que las reformas toman tiempo en generar efecto y hay que esperar. Acá se acuñó la expresión “la fatiga reformista”. Véase, por ejemplo, Lora, Panizza, y Quispe-Agnoli (2004). En aquellos países que habían reformado la educación y salud no se observaban resultados, ya que estos tomaban tiempo en manifestarse. Si ofrecemos una mejor educación a los niños recién comenzaremos a ver los resultados en 5 o 6 años. Ello no debe detenernos, debemos empezar en algún momento y hay que evitar la fatiga reformista.

La cuarta postura es que los objetivos iniciales se concentraron en la estabilización. Era lo que se tenía que hacer, para evitar que el paciente llamado economía peruana muriera; pero todavía no en aspectos relacionados con reducción de pobreza y la desigualdad. Aunque esas primeras medidas tienen un fuerte impacto en la reducción de la pobreza, esta postura espera reformas de apoyo directo a los sectores vulnerables.

Una quinta postura es que los problemas están en la implementación. La burocracia ralentiza y, en ciertos casos, paraliza las reformas.

6 Las claves para reformar

Podemos aprender mucho de otras experiencias de reformas. Lo primero es reconocer la necesidad de una reforma institucional. La evidencia empírica muestra que, sin una reforma institucional, una reforma económica es difícil de sostener porque la economía no funciona en el aire. La economía opera sobre una base institucional y si esa base institucional no funciona bien, no es dura, entonces naturalmente el resto de reformas no se van a sostener.

En algunos casos, las reformas aparecen como una necesidad frente a una crisis. Si bien es mejor implementar cambios en los buenos tiempos, ocurre con frecuencia que la urgencia y el caos de apagar incendios generan la necesidad reformar. La

urgencia de una crisis acelera la necesidad de las reformas.

Asimismo, el apoyo externo resulta clave. Es importante reconocer que no todas las respuestas están aquí en el Perú. Por ejemplo, si en Estonia consiguieron bajar sostenidamente la corrupción, veamos cómo lo hicieron y veamos la forma de implementarlo aquí.

Normalmente existe una luna de miel al comienzo de los gobiernos reformistas, antes que crezca la oposición a las reformas. Tenemos claro que el gobierno actual no tiene la suficiente aprobación para pensar en una luna de miel reformista, al menos en el sentido que buscamos. También se ha observado en distintos países que las reformas son difíciles de sostener a menos que el gobierno tenga apoyo en el poder legislativo. Las democracias se basan en equilibrio de poderes, ejecutivo y legislativo, no puede uno ir para un lado y el otro para el lado opuesto.

El programa de reformas, por lo general, debe orientarse más al mercado y abrirse al mundo. La clave está en los detalles de cómo hacerlo. ¿Estamos abiertos al mundo? Sí, pero ¿estamos posicionados en el mundo? No lo sé. Por ejemplo, me imagino estar en Croacia y vamos al mercado y venden Tequila, y no Pisco. Entonces, debemos posicionarnos, es parte de la implementación de las reformas. Desde luego es más fácil implementarlas cuando la oposición es débil y fragmentada. El liderazgo es clave. Tiene que haber un líder que guíe el camino y así la población se informa, sin liderazgo no llegamos a ningún lado.

Se requiere cierto consenso social para impulsar las reformas. Los temas prioritarios son evidentes. Quienes tengan a sus niños estudiando en escuelas públicas seguramente desearán que esas escuelas públicas funcionen mejor. Quienes tienen una posta médica cerca de su hogar, desearán que esta tenga medicinas o que haya un médico. Quienes no la tienen, desearán tenerla.

Otra clave es un equipo económico coherente y unido. Las reformas exitosas han girado en torno a profesionales, en general economistas, en posiciones de responsabilidad política. Por ejemplo, Gonzalo Sánchez de Lozada en Bolivia, Hernán Biggi en Chile, Carlos Boloña en Perú, entre otros.

Las reformas exitosas se acompañan con programas de rápida implementación, el *timing* es clave. Es importante mostrar resultados. Por ejemplo, cuando comenzó el proceso de las clasificatorias para el mundial de fútbol de Rusia en 2017, los primeros partidos bajo el mando de Ricardo Gareca fueron derrotas y ya estaban discutiendo quién sería el director técnico de reemplazo. Pero el seleccionado peruano comenzó a ganar y la opinión pública cambió drásticamente a favor de Gareca. Así como en el fútbol, la suerte también juega en esta historia; aunque tienes que mostrar resultados. Entonces, las reformas se pueden hacer en salud y educación con proyectos piloto para que la comunidad que está al lado vea que lo que se hizo sí funcionó y quiera copiarlo.

La buena comunicación es otro aspecto clave. El presidente reformista tiene que explicar qué está haciendo y por qué, no pueden subvalorar a las personas. Si a las personas les dicen vamos a hacer “A” porque con eso vamos a lograr “B” en unos años, a pesar de que este trance conlleva costos, las personas lo entienden. El mutismo es inaceptable; no es una opción.

Las reformas son más fáciles de implementar si los perdedores son compensados. Todo cambio genera ganadores y perdedores. Si yo abro el mercado va a haber trabajadores que no se adaptan a las nuevas tecnologías o que no se adaptan a la competencia y quienes pierden. Debemos implementar en paralelo programas de capacitación desde el Estado en ocupaciones intermedias (electricistas, mecánicos o choferes de grúas) para ayudar a que los trabajadores que no pueden competir se reinventen y sean reabsorbidos en el mercado laboral.

7 Conclusiones

Para concluir, ¿cómo se puede hacer más sostenible la reforma? Acelerando el número de ganadores. Podemos empezar por las cosas simples. Cuanto más gente perciba que la posta médica del barrio cuenta con medicamentos, con un médico, con un mínimo de orden para que tenga su turno, la población percibirá que las cosas funcionan.

Hemos logrado ordenar la macroeconomía. Queda construir sobre ella, pero no romper los cimientos. El nuevo gobierno de izquierda tiene la oportunidad de hacer las reformas que lleguen al bienestar de la población sin debilitar esos cimientos. Una oportunidad única que, hasta el momento, pareciera querer desperdiciar debido a los apetitos políticos.

Referencias

- Lora, E., Panizza, U., & Quispe-Agnoli, M. (2004). Reform fatigue: Symptoms, reasons, and implications. *Economic Review*, 89(Q2), 1-28. (Federal Reserve Bank of Atlanta)
- Naím, M. (1994). Latin America: The second stage of reform. *Journal of Democracy*, 5(4), 32-48.
- Ortiz, M., & Winkelried, D. (2021). El largo camino hacia la estabilidad macroeconómica. En A. Beltrán, C. Sanborn, & G. Yamada (Eds.), *En búsqueda de un desarrollo integral: 20 ensayos en torno al Perú del bicentenario* (p. 27-54). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Schwab, K. (Ed.). (2019). *The global competitiveness report 2019*. Geneva: World Economic Forum.

La reinserción financiera del Perú: testimonio

RICARDO V. LAGO*

En 1990, el Perú era la oveja negra de la comunidad financiera internacional, al encontrarse en 'default' con todos sus acreedores. Tres décadas después es uno de sus miembros más responsables. Como funcionario del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo, fui testigo de las negociaciones para la regularización de la moratoria con organismos multilaterales, el mayor escollo de la reinserción. En este capítulo relato dicho proceso, con énfasis en aspectos financieros y geopolíticos. La necesidad de reinserción fue aliada para impulsar una agenda reformista. Aunque pronto cesaron las condicionalidades sobre la deuda peruana, las políticas adoptadas siguieron vigentes un cuarto de siglo más. Todo un logro colectivo.

1 Introducción

A mediados de 1990, después de casi una década en *default*, el Perú se había convertido en la oveja negra de la comunidad financiera internacional; a diferencia de otros deudores en *default*, el gobierno peruano extendió la moratoria a las deudas con el Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID), rompiendo una regla sacrosanta de las finanzas internacionales. Esto complicó sobremanera la normalización de las relaciones financieras con el exterior, a partir de 1990, porque ni el país tenía dinero para pagar los saldos en mora con esos tres organismos, ni estos permiten su reestructuración. Con la economía en caída libre y la recaudación por los suelos (4 % del PBI) debido a la erosión de la inflación (30 % mensual), el presupuesto apenas alcanzaba para cubrir los depreciados sueldos de los funcionarios públicos (Lago, 1991).

Cuando en agosto de 1990 se puso en marcha el plan de estabilización, al que siguieron varios años de reformas económicas pro-mercado, la respuesta de la economía fue rápida y fuerte. El proceso de regularización de las relaciones financieras con todos los acreedores, sin embargo, se dilató hasta 1997; la primera etapa,

* Agradezco a la Universidad por invitarme a participar en este homenaje a Renzo Rossini, un gran economista y una gran persona.

consistente en pagar el servicio de la deuda y los saldos en mora (*arrears*) a los organismos multilaterales, fue hartamente compleja y se demoró hasta 1993; en dicho periodo, el Perú tuvo que poner dinero de su bolsillo en términos netos. Salir de un *default* con los multilaterales es un proceso complicado, largo y costoso.

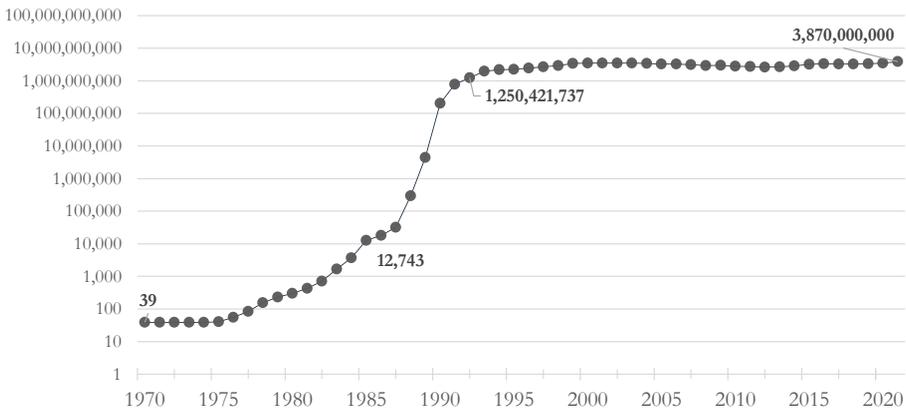
Con los años, el Perú pasó a ser una de las economías en desarrollo con mejor desempeño macroeconómico y calificación crediticia. En este logro colectivo, Renzo Rossini tuvo un papel primordial, desde puestos de cada vez mayor responsabilidad en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), hasta llegar a gerente general. Renzo era un economista con las ideas claras, dotes de mando y gran capacidad de gestión. Le conocí en 1987 y me tocó negociar con él muchas veces. En 2014 publiqué una semblanza de Renzo en la que decía “hablaba con autoridad y firmeza, incluso por encima de otros funcionarios de mayor rango” (Lago, 2014). Es una lástima que el Perú se vea privado de que Renzo suceda a Julio Velarde, como por méritos le hubiera correspondido.

En el título del capítulo uso la palabra “testimonio” porque viví de cerca el ejercicio de re inserción. Tuve la fortuna de participar en la elaboración del plan de estabilización del 8 de agosto de 1990 como funcionario del BM, y luego pasé al BID como negociador del pago del saldo en mora al BID y después de los dos primeros préstamos que los multilaterales otorgaron al Perú. En estos dos préstamos se estableció la agenda de reformas en los sectores de comercio y financiero. Como funcionario del BM (1987-1991) me tocó trabajar con el Perú prácticamente en solitario hasta 1990, pues el Banco suspendió toda asignación presupuestal al trabajo con el Perú como represalia estatutaria cuando el país entró en *default*.

Para motivar, en la figura 1 presento el tipo de cambio en soles por dólar, pero no del nuevo sol, introducido en 1991, sino del sol de oro, moneda vigente en Perú hasta febrero de 1985, cuando el presidente Fernando Belaúnde hizo una reforma monetaria y convirtió mil soles de oro en un inti, quitando tres ceros al numerario. En 1991, después de la hiperinflación, otra reforma convertiría un millón de intis en un nuevo sol, quitando otros seis ceros. Así, en 1970, el tipo de cambio era de 39 soles de oro por dólar y hoy es alrededor de 4,000 millones de soles de oro por dólar, lo que da una idea de la magnitud de la inflación y devaluación acumuladas en este periodo de cincuenta años. Además, se percibe visualmente la estabilidad económica del Perú en los últimos treinta años, periodo en que la gráfica se estabiliza. En particular, desde fines de los noventa, el valor de la moneda es estable en alrededor de 3,500 millones de soles de oro o 3.5 nuevos soles.

Esta estabilidad es consecuencia de las reformas que se pusieron en marcha en los noventa. Dichas reformas formaron parte del programa para salir del *default* que es de lo que trato en este artículo. Desde 1997 han habido retrocesos y algunos avances, pero en lo esencial se ha mantenido la estabilidad macroeconómica.

Figura 1
Tipo de cambio (soles de oro por US\$)



Notas: Tipo de cambio bancario venta promedio. El eje de ordenadas está en escala logarítmica para facilitar la visualización de la serie.

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

En la segunda sección, hablo de la crisis de la deuda de los años ochenta. En la tercera, explico los rasgos del *default* de Perú. A continuación, en la cuarta sección, analizo cómo la salida del *default* presentó una oportunidad singular para poner en marcha las reformas de los noventa, empezando por el plan de estabilización. En la quinta sección relato cómo transcurrió el ejercicio de normalización financiera con los organismos financieros internacionales. En la sexta sección, explico el proceso de reestructuración de la deuda con los bancos comerciales. En la sección final, presento mis conclusiones.

2 Crisis de deuda de la década de 1980

En 1973 y 1979, los países de la OPEP limitaron la producción de crudo y consiguieron multiplicar por ocho el precio del barril. Arabia Saudita y otros productores acumularon cuantiosos saldos líquidos que, canalizados mediante bancos comerciales de EE. UU. y Europa, acabaron en buena parte como empréstitos a los gobiernos de América Latina. La prensa lo bautizó como el reciclaje de los “petrodólares”.

Los setenta fueron una década de convulsión económica. Además del impacto de los nuevos precios del crudo, la economía mundial tuvo que lidiar con la sus-

pensión de la convertibilidad del dólar en oro, el colapso del sistema de Bretton Woods, y el proteccionismo comercial. Los gobiernos acomodaron los choques con políticas fiscales y monetarias expansivas. Las economías entraron en una fase de crecimiento lento e inflación creciente, que se dio en llamar “estanflación”. En EE. UU. la inflación subió hasta 13 %. En 1981, el nuevo presidente de la Fed, Paul Volcker, pisó el freno de la emisión monetaria lanzando la tasa de interés (*Federal Funds Rate*) de 11 % a 20 %. El resultado fue una recesión internacional que desplomó los precios de las materias primas. Los países de América Latina que se endeudaron en demasía tuvieron que enfrentar mayores tasas de interés con menores ingresos de exportación y entraron en *default*. El pistoletazo de salida lo dio México en 1982; Perú le siguió en 1983, año en que, además, tuvo que sobrellevar el peor fenómeno del Niño de su historia.

La resolución del problema de la deuda tuvo tres enfoques sucesivos. En la primera fase se trató el problema como crisis de liquidez; la Reserva Federal, el Tesoro de EE. UU. y sus homólogos europeos instruyeron a los bancos acreedores a que no declararan a los países en *default*, sino que refinanciaran los vencimientos y una parte del pago de interés con dinero fresco; el país deudor pagaría de su bolsa la mitad de los intereses. Eso sí, para acceder a la refinanciación, el país deudor tenía que acordar un programa macroeconómico con el FMI.

Para poner esto en práctica se necesitaba consenso entre los bancos acreedores, es decir acción colectiva (Olson, 1965); para conseguirlo se crearon directorios (*steering committees*) en los que estaban representados los principales bancos acreedores; para los deudores de América Latina estaban presididos por Citibank. Estos directorios trabajaban en coordinación con el Tesoro de EE. UU. y el FMI. Viví esa experiencia de cerca como Director de Política Económica de la Secretaría de Hacienda de México. En 1984, me tocó acompañar a Ángel Gurría, negociador de la deuda de México, en los *road shows* por las principales plazas financieras internacionales (Castro Tapia, 1984); había que visitar a los bancos acreedores y a los reguladores para convencerles de aportar dinero fresco.

Pero la crisis no era solo de liquidez ni de corto plazo, por lo que el enfoque fracasó; de ahí, en 1985, los EE. UU. pusieron en marcha el Plan Baker. La idea era promover el crecimiento de las economías de los deudores para que con el tiempo pudieran pagar la deuda. El plan tuvo tres pilares: a los bancos acreedores se les pedía que aceptaran la reestructuración a largo plazo de toda la deuda pública externa, pongamos a veinte años con ocho de gracia; los países deudores, por su parte, se comprometían a adoptar un programa de reforma económica; finalmente, el BM y el FMI negociarían con los países las reformas y proveerían financiamiento de apoyo a la balanza de pagos.

El Plan Baker tampoco funcionó. La reestructuración era insuficiente, se necesitaba reducción de deuda. Así, en 1989, se adoptó el Plan Brady, en el que se promovía la reducción de deuda diferenciada de un país a otro, en función de la solidez de las reformas aceptadas por el país y su capacidad de pago. El fundamento teórico lo proporcionó un influyente ensayo de Jeffrey Sachs, en el que argumentaba que el exceso de deuda (*debt overhang*) actúa como un impuesto sobre el desempeño económico: si el país adopta reformas generará mayor capacidad de pago y acabará pagando una parte mayor de la deuda; es decir, se beneficiará más el acreedor que el país. El exceso de deuda es un desincentivo para la reforma; para neutralizarlo hay que reducir la deuda suficientemente (Sachs, 1989).

3 El *default* de Perú

En 1985, el Perú no tenía un problema de capacidad de pago tan severo como otros países de América Latina. La ratio de deuda pública externa a PBI era 47 %, inferior a las de Chile (120 %) y México (76 %). A su vez, el servicio de la deuda representaba alrededor de un tercio de las exportaciones de bienes y servicios, tasa comparable con las respectivas de Chile y México (World Bank, 1989; p. 103). Sin embargo, el Perú adoptó una política de *default* beligerante: pagaba un monto equivalente al 6 % de las exportaciones, y solo a los acreedores que le continuaran otorgando crédito o que aceptaran pago con productos. En consecuencia, en 1988, la deuda del Perú se cotizaba en el mercado secundario a 5 centavos por dólar, muy por debajo de las de Chile (60), México (48) y Brasil (49).

La cronología del *default* fue así: en 1983, el Perú dejó de pagar a los bancos comerciales; en 1986, al FMI; en 1987 comenzó a suspender selectivamente los pagos a acreedores oficiales (agencias de crédito y seguro a la exportación); en agosto de 1987 también dejó de pagar al BM; y, en 1989, al BID.

James M. Boughton, historiador oficial del FMI, pone en perspectiva la situación financiera del Perú a finales de 1985: “las reservas de divisas eran US\$1,400 millones y el saldo en mora con todos los acreedores ascendía a US\$1,500 millones; Perú claramente podía pagar sin problemas al FMI los US\$75 millones en mora. Es el caso más claro en que el *default* con el FMI fue una decisión política y no un asunto de incapacidad de pago” (Boughton, 2001; p. 785).

En 1990, al final del primer gobierno de Alan García, la deuda externa del Perú era alrededor de 21 mil millones de dólares o 65 % del PBI. Del total: 36 % era con bancos comerciales, 45 % con acreedores oficiales y 19 % con los organismos multilaterales (BM, FMI y BID). Tres cuartas partes del saldo de deuda se encontraba en mora. Además, entre 1987 y 1990, la capacidad de pago se había mermado sobremedida por una caída acumulada del PBI (20 %) y del salario real (50 %).

Cuando el gobierno entrante de Alberto Fujimori se planteó la estabilización, no había forma de contar con ayuda financiera del exterior. Los organismos multilaterales, que normalmente proveen recursos en esos casos, no podían hacerlo porque el Perú había acumulado vencimientos impagos con dichos organismos. Como en el microcuento de Augusto Monterroso: “Y cuando despertó, el dinosaurio [la deuda] todavía estaba allí”.

4 Estabilización de 1990 y las reformas posteriores

Dijo una vez el escritor Thomas S. Eliot que “solo aquellos que se arriesgan a ir demasiado lejos, saben hasta dónde se puede llegar”. El entonces presidente electo Fujimori se enteró de hasta dónde había llegado el Perú con el *default* en la sede de Naciones Unidas en Nueva York el 28 de junio de 1990. Fue en un almuerzo convocado por el Secretario General Javier Pérez de Cuéllar, al que asistieron los respectivos presidentes del FMI, BM y BID. Estos le explicaron que tenía que parar la hiperinflación con un programa de choque, no con uno gradual como él había anunciado en campaña, y que para normalizar las relaciones con el exterior la primera etapa obligada era comenzar a pagar los nuevos vencimientos a los multilaterales (de hecho, en 1989, el gobierno ya había reanudado los pagos al FMI para evitar ser expulsado del organismo). Esos pagos, por otra parte, no solucionaban el problema del saldo en mora acumulado de unos US\$2,200 millones que quedaban pendientes y que tendrían que saldarse antes de que los organismos otorgaran crédito alguno. Se esperaba que un grupo de apoyo de terceros países prestara al Perú el dinero, algo que, como veremos, desafortunadamente no ocurrió. Dicen que Fujimori les agradeció que le dieran el mensaje después del postre porque, de haberlo hecho al principio, se le hubiera atragantado la comida.

Cuando el nuevo gobierno asumió el poder, a finales de julio de 1990, la inflación rondaba el 30 % mensual; la reservas de divisas del BCRP eran insignificantes (las netas eran negativas); la recaudación tributaria apenas llegaba al 4 % del PBI; todos los precios y tarifas de las empresas públicas, incluidos los de las gasolinas y la electricidad, habían sido erosionados por la inflación hasta niveles ridículamente bajos; así, los ingresos consolidados de las paraestatales habían caído del 24 % del PBI en 1987 al 7 % en 1990; y el desabastecimiento de bienes de consumo era brutal (Lago, 1991).

Al recién nombrado ministro de Economía y premier, Juan Carlos Hurtado Miller, le tocó trabajar con un equipo improvisado, apoyado por los técnicos del BCRP. El colaborador más cercano era Julio Velarde, quien pronto pasó a ocuparse del BCRP de forma interina. Como político experimentado, Hurtado Miller buscó el consenso con los equipos del FMI y BM para asegurarse el apoyo de estos

organismos, y para compartir la culpa si el plan fracasaba. A mí me tocó representar al BM. La clave consistía en implantar un nuevo régimen presupuestal que generara la confianza en los agentes económicos de que el gobierno era capaz de financiar un nivel suficiente de gasto público sin recurrir al crédito del Banco Central. Como explica (Sargent, 1982) para las hiperinflaciones de Europa Central en la primera postguerra mundial, para estabilizar los precios hay que estabilizar el tipo de cambio, y para esto es necesario un cambio de régimen presupuestal que sea creíble; es ahí donde el aval continuado de los multilaterales era un pilar imprescindible, como lo fue el de la Liga de las Naciones en los episodios que relata Sargent. La credibilidad de cosecha propia se gana con el transcurso del tiempo y hasta que llega es necesario dicho aval; sin él, es posible que el plan del 8 de agosto hubiere quedado en un mes con 400 % de inflación provocada por los saltos mortales de los precios y tarifas (el de la gasolina subió 32 veces) y el tipo de cambio. El equilibrio presupuestal inicial era inevitablemente frágil. Se necesitaban cambios fundamentales para hacerlo sólido.

La estabilidad tomó un derrotero firme con las reformas económicas que puso en marcha el nuevo ministro Carlos Boloña a partir de marzo de 1991: liberalización de los mercados y el comercio exterior, reducción de trabas burocráticas, reforma del sistema de pensiones, liquidación de los bancos de fomento y un proceso de privatización de las empresas públicas que abarcó siete años. El problema con los bancos de fomento era que la mayoría de los prestatarios no pagaban los créditos o pagaban montos irrisorios por la erosión de la inflación y que, por tanto, los bancos estaban permanentemente quebrados; se financiaban con recursos del BCRP: alrededor de la mitad de la emisión monetaria durante la hiperinflación fue a parar al Banco Agrario.

Jaime Yoshiyama tuvo un triple papel decisivo en las reformas: (a) como director del programa de privatizaciones; (b) como Presidente del Congreso que redactó la Constitución de 1993, cuyo capítulo económico sustentó el desarrollo de una economía de mercado más competitiva y limitó la acción del Estado al principio de subsidiariedad; y (c) como consejero influyente en Fujimori, algo que permitió sacar adelante algunas de las reformas más ambiciosas. A Boloña le sucedió Jorge Camet en 1993 que continuó con la agenda de reformas y concluyó la reinserción del Perú. El punto final de esta fue la normalización de las relaciones con los bancos comerciales en 1997, con una operación Brady de reducción de deuda; llegado a este punto, Fujimori decidió que ya no necesitaba ni el aval ni el corsé de la condicionalidad del FMI y el BM; y ahí fue cuando se detuvieron las reformas.

5 La reinserción: primera etapa, 1991 a 1993

La normalización completa de las relaciones con la comunidad financiera se demoró ocho años ¿Fue positivo o negativo para el país un periodo tan largo? Se puede argumentar que, con un proceso más corto, el Perú hubiera contado con un monto mayor de recursos del exterior facilitando así una reanudación más rápida del crecimiento. Esto sería cierto si la política económica que se puso en práctica se hubiera mantenido intacta. Supuesto, no obstante, poco razonable, pues fue precisamente el periodo prolongado de condicionalidad el que dio cobertura a los equipos reformistas del gobierno para avanzar con reformas ambiciosas. Paul Romer tiene una frase que encaja bien en esta tesis: “Malgastar una crisis es algo terrible”. Si la preciada reinserción se hubiera conseguido fácil y rápidamente, es posible que se hubiera “malgastado la crisis”.

El Perú estaba en mora con el FMI, BM y BID. Era uno de diecinueve países (la mitad africanos) que habían dejado de pagar al FMI desde su fundación. Para poder reestructurar las deudas con los acreedores oficiales del Club de París y los bancos comerciales, un país deudor necesita un programa macroeconómico acordado con el FMI, y para tener dicho programa necesita estar al día con los pagos al FMI. Los organismos multilaterales no reestructuran deudas en mora; su *credit rating* depende de su calidad de acreedores preferentes. Era imperativo, por tanto, resolver los saldos en mora con los multilaterales.

Había un problema de flujo y uno de *stock*. El de flujo consistía en los nuevos vencimientos de principal e intereses; si el Perú los pagaba, no aumentaba el saldo en mora. Los multilaterales plantearon dichos pagos como requisito previo. Como he mencionado antes, en 1989, el FMI dio un ultimátum al Perú. Michel Camdessus, el presidente del FMI, envió una carta al gobierno peruano indicando que el precio del cobre había subido y mejorado las reservas de divisas. Conminaba al Perú a pagar los vencimientos nuevos e intereses al FMI o en otro caso se iniciaría el procedimiento de expulsión. El gobierno peruano optó por pagar desde mediados de 1989.

En septiembre de 1990, el BM pidió paridad con el FMI. Recuerdo que, por aquel entonces, el flujo de vencimientos e intereses al FMI, BM y BID ascendía a unos US\$500 millones por año. En el contexto de cero financiamientos externo, dicho monto suponía una presión desmedida sobre la exigua recaudación tributaria que, en 1990, no pasaba de US\$1,700 millones; pagar a los multilaterales significaba menos dinero disponible para pagar a maestros, médicos, funcionarios públicos, policías y militares. Tuve que hacer el incómodo trabajo de presionar al gobierno del Perú para que empezara a pagar al BM y, al mismo tiempo, persuadir a mis jefes de que pedirle al Perú que pagara era atentar contra la estabilización.

Algunos días hasta venía a mi oficina un señor de la oficina del representante de EE. UU. en el directorio del BM para preguntar si el Perú había pagado.

Julio Velarde y Martha Rodríguez, quienes eran directores del Banco Central (BCRP), dicen que: “a partir de octubre de 1990, el gobierno comienza a pagar el servicio corriente al Banco Mundial. El reinicio de estos pagos fue una sorpresa para los propios organismos internacionales” (Velarde & Rodríguez, 1992; p. 30). No sé si sorpresa sea la palabra adecuada porque para conseguir el primer pago tuve que perseguir a Alfredo Jalilie, viceministro de Finanzas, varios días en la media docena de teléfonos suyos que tenía. Además, fueron pagos puntuales y tácticos de vez en cuando. Al único organismo al que el Perú pagaba religiosamente era al FMI. Al BID prácticamente nada hasta la cancelación del saldo en mora en septiembre de 1991.

El problema de *stock* o saldo consistía en el monto que se había acumulado en mora que, en números redondos, en 1991, ascendía a unos US\$2,200 millones: US\$400 millones al BID y alrededor de US\$900 millones tanto al FMI como al BM. Se planteó la idea de crear un grupo de apoyo de países amigos para movilizar el dinero y pagar cuanto antes el saldo en mora. Con el entusiasmo en Japón por la victoria de Fujimori, se pensó que Japón podría presidir el grupo de apoyo y proveer el grueso de los fondos. A principios de julio 1990, después de la reunión en Naciones Unidas a la que me he referido, Fujimori viajó a Japón y solicitó a las autoridades financiamiento para pagar la mora. El mensaje del gobierno japonés fue que la ayuda financiera llegaría si el Perú mostraba avance en un programa macroeconómico con el FMI, y que se canalizaría en cofinanciamiento con el BM o el BID. Además, añadieron otras dos condiciones: que EE. UU. presidiera el grupo de apoyo y que otros países también pusieran dinero. A finales de 1991, asistí a una reunión exploratoria en la sede del FMI cuyo objetivo era identificar posibles países aportantes y, salvo Japón, los asistentes no pasaron de promesas vagas. De cifras y fechas, nada.

El Departamento de Estado de EE. UU. tenía preocupación por la mayor desestabilización en la región que podría traer un fracaso del gobierno de Fujimori. Sendero Luminoso seguiría avanzando, hasta podría tomar el poder; adicionalmente, la expansión del narcotráfico sería imparable. Era prioritario, por tanto, que el Perú normalizara cuanto antes las relaciones con los multilaterales y entrara bajo su tutela. Pero el Tesoro tampoco quería poner dinero para pagar los saldos en mora. En su lugar, el Tesoro propuso un enfoque secuencial: (1) resolver primero la mora con el BID que ascendía a unos US\$400 millones, monto para el que era factible conseguir un crédito puente; a partir de ahí el BID pasaría a operar normalmente con el Perú; y (2) proponer al FMI y BM que idearan alguna forma creativa de “refinanciar” sus saldos en mora, pero respetando los estatutos.

Así nació el “programa de acumulación de derechos”, un ejercicio sobre el que el FMI venía trabajando desde 1989.

Enrique Iglesias, Presidente del BID, jugó un papel decisivo en convencer al Tesoro y al gobierno del Perú de la conveniencia del enfoque secuencial. Mientras el FMI y el Banco Mundial insistían en el pago de los nuevos vencimientos, Iglesias no solo no lo hizo, sino que otorgó al Perú una donación de US\$5 millones para una reforma tributaria. Con ello se ganó la confianza de Fujimori. Por otra parte, Iglesias tenía más llegada con el Tesoro que el FMI y BM porque el área del BID que controlaba los préstamos para reformas sectoriales y apoyo de balanza de pagos lo dirigía un gerente que había sido designado por el Tesoro. Pasé a trabajar al BID en mayo de 1991 para encargarme de la negociación para el cobro del saldo en mora, y del diseño y negociación de los dos primeros préstamos de la re inserción: el sectorial para la Reforma del Comercio, con un desembolso total, en tres tramos, de US\$425 millones, el mayor que había otorgado el BID en la historia, y el sectorial para la Reforma del Sector Financiero, con desembolso total, en tres tramos, de US\$200 millones. Estos préstamos, además, fueron cofinanciados por Japón y otros países por un total de US\$300 millones adicionales.

Hubo que negociar la cancelación de la mora y la condicionalidad de los préstamos simultáneamente. El Perú no pagaría el saldo en mora sin condiciones de política económica acordadas y un calendario de desembolsos previsible que incluyera un primer desembolso fuerte. Este desembolso se realizaría contra las medidas de ajuste ya tomadas y otras tantas contenidas en una matriz de condicionalidad acordada. El ministro Boloña insistía en que el primer desembolso fuera mayor al monto de pago previo de la mora: Fujimori no aceptaría sino un flujo positivo desde el principio. No queríamos que se viera como una refinanciación completa de la mora, por lo que planteamos un monto de primer desembolso bastante menor: el Perú pagaría US\$430 millones y el BID desembolsaría US\$225 millones. Al final, después de regateos, pudimos acordar un primer desembolso de US\$325 millones. Con el crédito puente se presentó otro obstáculo. El Fondo Andino de Reserva (FAR), que es un mini-FMI de los países del Pacto Andino, prestaría hasta US\$400 millones para facilitar la operación, pero al BCRP que, a su vez, tendría que dar un crédito puente al Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Los funcionarios clave del BCRP, entre ellos Rossini y Velarde, no se fiaban de que el Ministerio devolviera el dinero del puente, aunque finalmente accedieron.

A principios de septiembre 1991, estuvo lista toda la documentación legal del préstamo Sectorial de Comercio. La operación de cancelación de los US\$430 millones de mora se efectuó a mediados de septiembre, con la ayuda del crédito del FAR y sin contratiempos. Una semana después, el directorio del BID aprobó el crédito; Fujimori viajó a la sede del BID para la firma y un día después el BID

desembolsó el primer tramo de US\$325 millones, dinero que el MEF transfirió al BCRP como amortización parcial del crédito puente. Se había dado el primer paso de la reinserción. De ahí seguimos trabajando para concretar el Préstamo de Reforma del Sector Financiero (US\$200 millones) que fue aprobado por el directorio a finales de marzo de 1992, pero que quedó en suspenso por el autogolpe.

El FMI y el BM adoptaron un enfoque novedoso para resolver la mora. Lo desarrolló el FMI ante la imposibilidad de regularizar la mora en una decena de países que entonces estaban en *default* con el FMI. Al esquema se le bautizó como “programa de acumulación de derechos”. Consistía en negociar un programa macroeconómico con el país en mora con metas trimestrales, igual que con cualquier país que solicita ayuda financiera del FMI. La diferencia es que el país en mora no desembolsa dinero del FMI, sino que devenga derechos a desembolsos futuros de dinero que se harán efectivos una vez que el país pague la mora. Cada trimestre un equipo del FMI hace una auditoría para verificar el cumplimiento de las metas y, si se han cumplido, el país devenga un monto de derechos que se acumulan. Cuando el país devenga un monto de derechos igual al saldo en mora, se pide un crédito puente de cortísimo plazo (horas) garantizado por el desembolso del FMI que se hará efectivo una vez que, con el dinero del puente, el país cancele el saldo en mora. A su vez, con el desembolso del FMI se reembolsa el crédito puente.

En septiembre de 1991, el directorio del FMI aprobó el Programa de Acumulación de Derechos para el Perú con el objetivo de que, para diciembre de 1992, el país habría devengado un monto de derechos equivalente a la mora (unos US\$900 millones). En el mismo sentido, el BM aprobó, en marzo de 1992, tres préstamos de Ajuste Estructural, de US\$300 millones cada uno, con la idea de poder cancelar la mora también en diciembre.

Un par de días antes del 5 de abril de 1992 comenzaba la Asamblea Anual del BID en Santo Domingo. Estaba previsto que Fujimori asistiera y que en una ceremonia firmara el Préstamo del Sector Financiero del BID. Sin embargo, Fujimori canceló el viaje y en su lugar asistió el vicepresidente Máximo San Román. El 5 de abril se produjo el autogolpe y no hubo firma. La suspensión de la legalidad puso en suspenso las operaciones de acumulación de derechos de FMI y BM, así como los desembolsos segundo y tercero del Préstamo de Comercio del BID. Un par de semanas después, el ministro Carlos Boloña realizó un viaje discreto a Washington D.C. para conversar con las autoridades de EE. UU. y los organismos internacionales y evaluar si permanecía en el cargo o renunciaba. El mensaje fue unánime: estaba haciendo un buen trabajo y era fundamental que no renunciara.

Después del autogolpe se puso en marcha un ejercicio de presión para que el Perú volviera a la legalidad. Aunque el Departamento de Estado marcaba la pauta, la negociación con el gobierno peruano estuvo en manos de la Organización de

Estados Americanos (OEA). Tras idas y venidas, se aceptó el proyecto de elecciones para noviembre de 1992, supervisadas por la OEA, a un Congreso Constituyente que elaboraría una nueva constitución.

Dos acontecimientos favorecieron al gobierno y reencauzaron la hoja de ruta de la reinserción. El primero fue la captura del líder de Sendero Luminoso, Abimael Guzmán, en septiembre de 1992; y el segundo, la certificación de la OEA de que las elecciones de noviembre de 1992 al Congreso Constituyente habían sido limpias. Inmediatamente, se reactivaron los programas del FMI y BM y los desembolsos del BID. Para principios de marzo de 1993, el Perú ya había acumulado un monto suficiente de derechos de desembolso para resolver el problema de la mora. La operación se llevó a cabo el 18 de marzo y fue así: el Tesoro de EE. UU. y el Eximbank de Japón depositaron cada uno US\$450 millones en la cuenta del Tesoro del Perú en la Reserva Federal de Nueva York; con ese dinero, el Perú pagó al FMI el saldo en mora lo que, a su vez, hizo posible que el FMI desembolsara a la cuenta del Perú los US\$900 millones en derechos acumulados, que el Perú utilizó de carambola para pagar la mora al BM; al hacerlo, este organismo desembolsó al Perú los respectivos US\$900 millones acumulados, con los que el Perú pudo pagar el crédito puente al Tesoro de EE. UU. y al Eximbank de Japón. La operación total duró 95 minutos de eternidad. Recuerdo que estuve siguiendo la operación con el embajador del Perú, Ricardo Luna, y los colegas del BM que apuntaban en una pizarra los movimientos de dinero de una cuenta a otra.

6 La reinserción: segunda etapa, 1993 a 1997

Aunque las conversaciones con los bancos comerciales se iniciaron en 1993, no se llegó a un acuerdo sobre la reestructuración con reducción de deuda hasta marzo de 1997. Para entonces, el saldo deudor ascendía a unos US\$10,600 millones. A los tenedores de la deuda se les dio la opción de vender la deuda al gobierno a cambio de efectivo a un precio descontado (*cash buy-back*) o canjearla por bonos Brady. Podían elegir entre tres tipos de bonos: de principal descontado, de interés descontado, y de interés descontado los primeros años. Los nuevos bonos tenían amortización a 20 años con 8 de gracia. Alrededor del 20 % del saldo total optó por el *cash buy-back* y el resto por bonos con preferencia por los de interés reducido al principio. El descuento promedio obtenido fue de alrededor de 50 %. El valor facial de los bonos en circulación después de la operación Brady quedó en US\$4,100 millones (Rivas-Llosa, 1997).

El problema con estas negociaciones es, como dije antes, conseguir una acción colectiva (Olson, 1965). Rara vez se obtiene el consenso total, normalmente surgen *free-riders* o gorriones que van por libre a beneficiarse a costa del resto y que

pueden retrasar o incluso frustrar la operación. En la operación Brady del Perú, el aguafiestas fue el fondo buitre Elliot que, en 2001, repitió la actuación en la reestructuración de Argentina. El fondo Elliot invirtió US\$20 millones en la compra de deuda peruana en 1996 a un descuento de 65 %. Después de la operación Brady, Elliot puso una demanda judicial en EE. UU. contra el Perú para que los pagos a los tenedores de los bonos reestructurados se embargaran sobre la base de la cláusula *pari passu* que tenían los títulos de deuda originales. El Perú ganó en primera instancia; sin embargo, en apelación Elliot consiguió detener algunos pagos a los tenedores. Al final, el Perú acabó pagando a Elliot US\$58 millones, en el año 2000, a cambio de los títulos que Elliot había comprado por US\$20 millones, para evitar que siguiera boicoteando los pagos a los bonistas.

En cuanto a las deudas con los acreedores oficiales, hubo tres reestructuraciones exitosas con el Club de París en los años 1991, 1993 y 1996. Las características de cada una se explican en Abusada (2000). Todas ellas fueron sustentadas por programas macroeconómicos acordados con el FMI. Este segmento de la deuda comprende los préstamos para comercio exterior e inversión extranjera otorgados o asegurados por las agencias oficiales de crédito a la exportación de otros países. En términos cuantitativos, la deuda oficial suponía casi la mitad de toda la deuda externa del Perú. En 1996, hubo también un acuerdo con Rusia para cancelar US\$1,100 millones de deuda oficial, cuyos términos aún no se conocen, lo que da que pensar.

7 Conclusión

De una relación beligerante del Perú con los organismos internacionales se consiguió pasar a una luna de miel que ha durado treinta años. El Perú se presenta ahora como un ejemplo a seguir por otros países en materia macroeconómica. Ojalá lo siga siendo. Me recuerda al final de la película Casablanca cuando Rick Blaine, el protagonista, le dice al capitán Louis Renault: “Louis, este es el inicio de una maravillosa amistad”.

Referencias

- Abusada, R. (2000). La reincorporación del Perú a la comunidad financiera internacional. En R. Abusada, F. Du Bois, E. Morón, & J. Valderrama (Eds.), *La reforma incompleta. Rescatando los noventa* (Vol. 1, p. 121-161). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- Boughton, J. M. (2001). *Silent revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

- Castro Tapia, E. (1984). Mexico's debt restructuring: The evolving solution. *Columbia Journal of Transnational Law*, 23, 1.
- Lago, R. V. (1991). The illusion of pursuing redistribution through macropolicy: Peru's heterodox experience, 1985-1990. En R. Dornbusch & S. Edwards (Eds.), *The macroeconomics of populism in Latin America* (p. 263-330). University of Chicago Press.
- Lago, R. V. (2014). Pronósticos BCR: Rossini. *Perú 21* (Febrero 23).
- Olson, M. (1965). *The logic of collective action: Public goods and the theory of groups* (n.º 124). Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Rivas-Llosa, R. (1997). *Los bonos Brady* (Documento de Trabajo n.º 28). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Sachs, J. D. (1989). Conditionality, debt relief and the developing country debt crisis. En J. D. Sachs (Ed.), *Developing country debt and economic performance, volume 1: The international financial system* (p. 255-296). Chicago: University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research.
- Sargent, T. J. (1982). The ends of four big inflations. En R. E. Hall (Ed.), *Inflation: Causes and effects* (p. 41-98). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Velarde, J., & Rodríguez, M. (1992). *De la desinflación a la hiperestanflación. Perú: 1985-1990* (Documento de Trabajo n.º 5). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- World Bank. (1989). *Peru: Policies to stop hyperinflation and initiate economic recovery* (World Bank Country Study n.º 7460). Washington, D.C.: World Bank.

El FMI y la estabilidad macroeconómica peruana

OSCAR HENDRICK*

En este capítulo se describe el rol que el Fondo Monetario Internacional ha desempeñado en el proceso de reforma macroeconómica en el Perú; esencialmente a través de la condicionalidad de los sucesivos programas en los que el país ha participado en las últimas décadas, incluidos episodios de crisis financieras internacionales, y de la asistencia técnica. Se discute, además, el importante papel que el personal del Banco Central de Reserva del Perú juega en este proceso, en coordinación y con el apoyo de otras instituciones. Se brinda una perspectiva única, “de 360 grados”, de esta relación interinstitucional.

1 Introducción

Este capítulo trata sobre la relación del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) en las últimas décadas. Haré un recuento de los paralelos entre la situación macroeconómica del Perú y el rol del FMI en cada etapa, estructurado de la siguiente manera. En la segunda sección describo las funciones y relaciones básicas de ambas instituciones. En la tercera sección repaso los programas que el Perú mantuvo con el FMI de 1990 a 2008. Luego, el Perú se gradúa en 2009 de los programas del FMI para admiración de la comunidad financiera internacional. En la cuarta sección hago referencia a la

* Agradezco la invitación a este homenaje a Renzo Rossini. Fuimos amigos cercanos desde que ingresamos a la universidad y luego, mediante el curso de verano, al BCRP. A comienzos de los ochenta, desde el BCRP conocimos de cerca a las misiones del FMI y fuimos testigos de cómo los programas con el FMI, lamentablemente, no fueron exitosos. Luego, aunque vivimos juntos una de las peores crisis macroeconómicas a finales de los ochenta, como economistas tuvimos la oportunidad única de trabajar con gente valiosa y comprometida para lograr que el Perú vuelva a ser un país viable. Renzo tuvo un rol clave en este proceso. Sus grandes aportes se darían desde la Gerencia de Estudios Económicos y desde la Gerencia General del BCRP. Él fue una pieza clave en fortalecer los cuadros técnicos del BCRP, tanto en la parte institucional como en materia económica; fortalezas que perduran hasta el día de hoy.

Las opiniones vertidas en este capítulo son de mi exclusiva responsabilidad y no reflejan necesariamente las del Fondo Monetario Internacional.

relación actual entre Perú y el FMI. Reservo la última sección para mis comentarios finales.

Aunque sea un cliché, no deja de ser cierto que los pueblos que no aprenden de los errores de su historia están destinados a repetirlos. No debemos permitir que discusiones sobre “el modelo” nublen el sentido común. Más allá de cualquier tecnicismo, lo importante es que el sentido común nos guíe al resolver los problemas que enfrentamos. El Perú ha logrado grandes avances en lo económico y lo social, pero, como nos lo recuerda por ejemplo Yamada (2022), la lista de tareas inconclusas que tenemos como país es aún larga. No obstante, es pertinente reiterar que lo avanzado es lo que hasta ahora sostiene al Perú a pesar de todas las crisis que nos aquejan. Los cimientos están ahí; hay que mantenerlos y fortalecerlos.

El libro editado por Werner y Santos (2015), que hace un análisis exhaustivo de la historia económica reciente del Perú en diferentes ámbitos, fue publicado con motivo de las reuniones anuales del FMI y el Banco Mundial (BM) de 2015 en Lima. El Perú fue anfitrión, cosa que no había ocurrido en un país en América Latina por casi sesenta años. En el prefacio, escrito por la ex Directora Gerente del FMI, Christine Lagarde, se lee:

“[...] la verdadera clave del éxito de Perú es una historia de esfuerzos continuos y sistemáticos, cuyos fines han sido reformar estructuralmente la economía y formular y aplicar políticas y marcos macroeconómicos firmes” (Werner & Santos, 2015; p. v).

Los delegados de estas instituciones compartían la visión de que la historia de éxito del Perú era una de persistencia, de esfuerzo y de trabajo conjunto. No ocurrió de la noche a la mañana; tomó mucho esfuerzo y debemos protegerlo. Este es el mensaje principal de este capítulo.

2 El FMI y el rol del BCRP

Puede pensarse en el FMI como una cooperativa, por dos aspectos. Primero porque un miembro da un aporte y recibe préstamos en función de dicho aporte. Segundo, todos los miembros de la cooperativa son los socios o “accionistas” de esa institución, y su poder de voto está en proporción a su cuota. Prácticamente todos los países del mundo (190 de 196) son miembros del FMI y contribuyen en función del tamaño de su economía y sus capacidades.

Las labores del FMI están relacionadas con la supervisión económica y financiera de los países miembros. De acuerdo con el Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI, todos los países acuerdan recibir una vez al año la visita de un equipo de economistas que hace una evaluación de la situación económica y financiera del

país, ofreciendo un diagnóstico y recomendaciones de política. Asimismo, otorga créditos cuando los países los necesitan y provee asistencia técnica en temas fiscales, monetarios, supervisión bancaria y otros. Es importante destacar que además de las misiones del artículo IV a cada país (supervisión bilateral), el FMI también elabora evaluaciones globales y regionales sobre la situación económica, fiscal y financiera. Los documentos insignias de la institución son: Perspectivas de la Economía Mundial, Informe de Estabilidad Financiera Mundial y Monitor Fiscal. Estos documentos contienen un estudio muy profundo, con capítulos analíticos, sobre lo que sucede en el mundo, proyecciones y análisis de riesgos, y otros temas de actualidad.

También el FMI coadyuva a mejorar la cooperación internacional en escenarios de crisis. En los episodios de crisis que golpearon a América Latina, tales como la crisis asiática, la crisis rusa, la gran crisis global de 2008 y recientemente la pandemia de la COVID-19, el FMI mediante distintos mecanismos y programas busca que los países, principalmente los agrupados en el G7 y el G20, logren acuerdos que favorezcan a todos los miembros de la comunidad financiera internacional.

Cuando era estudiante nos preguntábamos si el FMI era un auditor o un consejero. En los años setenta y ochenta se pensaba que era el auditor. Con el transcurso de los años, sin embargo, ese rol ha cambiado al de consejero. La razón es muy sencilla: a ningún país del mundo se le puede obligar a hacer lo que no quiere. El FMI provee un diagnóstico de la situación de un país en cada una de sus misiones. Extiende felicitaciones cuando las cosas marchan bien y esgrime recomendaciones sobre cómo atacar ciertos problemas, cuando los identifica.

Cuando un país presenta un problema fiscal o un problema externo, resulta evidente que se está lidiando con desequilibrios que pueden ser insostenibles. Ello no se deriva de una postura política o ideológica; es puro sentido común. La manera específica de cómo implementar el ajuste depende de las autoridades y de los equipos técnicos de cada país, quienes conocen mejor su realidad económica y sus limitaciones políticas.

El FMI no solo otorga préstamos de corto plazo, llamados acuerdos *stand-by*, y de largo plazo, llamados préstamos de facilidad ampliada (*extended fund facility*); sino que también extiende préstamos a países de menores ingresos y préstamos especiales con líneas de crédito flexibles (LCF) para los países que son miembros del “club platinum”. Las LCF fueron creadas para atender la demanda de préstamos de prevención y mitigación de crisis proveniente de países con marcos de política e historiales económicos muy sólidos. Hasta la fecha, solo cinco países la han utilizado: Chile, Colombia, México, Perú y Polonia. En Fondo Monetario Internacional (2021) se reporta el apoyo financiero que el FMI ha otorgado desde el año 2002 hasta 2021. Este apoyo se mantuvo históricamente en el orden de 20 mil millones

de Derechos Especiales de Giro (DEG)¹, aunque es usual que el FMI eleve su financiamiento en épocas de crisis. Por ejemplo, durante la crisis financiera mundial entre 2008 y 2010 la necesidad de financiamiento de los países miembros casi se aumentó en 50 % versus el histórico (a unos 30 mil millones de DEG). Durante la pandemia del ébola entre 2014 y 2016, el FMI también tuvo que acelerar el financiamiento a varios países miembros (cerca de 25 mil millones de DEG en 2015). En el año 2020, la pandemia de la COVID-19 rompió todos los récords. Aún en modo virtual, el FMI aprobó préstamos para 86 países por un monto superior a 100 mil millones de DEG. Fue un hito que demostró que se puede hacer mucho trabajo de manera remota.

Sin embargo, es importante destacar que cuando un país tiene un problema de financiamiento externo, no siempre es el dinero del FMI el que llega al rescate. En la mayoría de los casos, el programa firmado con el FMI otorga una cantidad que puede ser pequeña en relación con las necesidades de financiamiento. No obstante, el programa genera un “efecto catalizador”, pues su firma sirve como condición para que muchos inversionistas, otras agencias de créditos bilaterales, agencias oficiales e incluso el BM y Banco Interamericano de Desarrollo (BID) estén dispuestos a otorgar préstamos regulares al país que lo necesite. En ese sentido, el FMI otorga un sello de garantía de que se va a intentar hacer las cosas bien. Así, los fondos prestados directamente por el FMI no cubren, en la mayor parte de los casos, las brechas financieras de los países, sino que son cubiertas por otras instituciones de crédito bilateral y multilateral.

Por otro lado, el FMI tiene entre sus objetivos mejorar las capacidades técnicas y brindar elementos de juicio para que cada país tome autónomamente sus decisiones. En particular, provee entrenamiento a los funcionarios de bancos centrales, ministerios de economía, institutos nacionales de estadísticas, oficinas de recaudación tributaria y superintendencias de bancos. Hay diferentes cursos de entrenamiento que se proveen *in situ* y también, hoy en día, de manera virtual. En 2021, se ofrecieron más de 60 cursos de capacitación a más de 120 mil participantes.

Asimismo provee asistencia técnica directa. Por ejemplo, en estos momentos hay una discusión en el Perú sobre política tributaria y minería, en el contexto de altos precios históricos de materias primas. El Ministerio de Economía y Finanzas ha solicitado asistencia técnica al FMI, para que su departamento fiscal evalúe las experiencias similares de otros países. El FMI, sin concluir qué se debe hacer, proveerá las bases y elementos de juicio para que las autoridades del país, en este caso el Perú, adopten las políticas que consideren más apropiadas.

¹ Los DEG fungen de unidad de cuenta en todas las transacciones con el FMI. Su valor es de 1.4 dólares americanos por DEG.

Los bancos centrales y los ministerios de economía son la contraparte legal del FMI en la mayoría de los países. Los préstamos de apoyo son canalizados a través de estas instituciones. En el caso del Perú, cuando se creó el FMI en el año 1945, se designó al BCRP como el agente financiero y la contraparte de los préstamos en el Perú. El presidente del Directorio de turno es el gobernador titular ante el FMI. La Ley Orgánica del BCRP de 1993 prohíbe el financiamiento al tesoro público, por lo que cuando el Perú recibe recursos del FMI no son para el fisco, sino para fortalecer la posición de reservas internacionales netas (RIN) en caso se necesite.

De igual modo, el personal del BCRP, sobre todo de la Gerencia de Estudios Económicos, constituye la contraparte técnica de las misiones del FMI. El Fondo usa métodos de programación financiera para elaborar sus diagnósticos, proyecciones y derivar sus recomendaciones de política. No todos los países del mundo tienen cuadros lo suficientemente capacitados. El BCRP desde los años noventa es reconocido por el FMI por contar con una contraparte técnica muy fuerte. Uno de los objetivos institucionales del BCRP en esos años, en los que Renzo Rossini se vio involucrado, fue incrementar la capacidad de negociación con las misiones del FMI, lo que demandaba el dominio de las técnicas mencionadas.

Después de haber trabajado en el FMI por muchos años y con muchos países, puedo afirmar, sin lugar a duda, que el BCRP tiene hoy por hoy una capacidad de diálogo técnico con las misiones del FMI muy superior a muchos países que he conocido y que destaca notablemente entre los países emergentes. No digo que los cuadros de otros países no sean capaces; simplemente las estructuras organizacionales de los otros países que he visitado no poseen el nivel del BCRP. La preparación que brinda el BCRP a su personal, que a su vez son los mejores alumnos de las mejores universidades del país, es notable. Estos cuadros ocasionalmente migran a la academia, a otras entidades del sector público o al sector privado, haciendo del BCRP un semillero de conocimiento técnico para el bienestar del país.

3 La historia reciente del Perú y el FMI

La relación con el FMI ha delineado la historia económica reciente del Perú. En los años noventa, cuando aún no éramos elegibles para un programa, el FMI apoyó de manera poco convencional. Tras el *Fujishock*, en los años 1991 y 1992, tuvimos el primer Programa de Acumulación de DEG que sirvió para acumular los derechos que luego sirvieron para limpiar los atrasos del Perú con el FMI. El programa, que ascendió a 623.7 millones de DEG, se detalla en Hendrick (1991).

Después de que se recuperaran las relaciones básicas con el Perú, entre 1993 y 2002 se firmaron Programas de Crédito de Facilidad Ampliada. Estos fueron tres programas trianuales (de 1993 a 1996, de 1996 a 1999 y de 1999 al 2002) de apoyo

a las reformas que el país venía implementando, que establecía condicionalidades razonables y brindaba el tiempo necesario para que el país, poco a poco, recupere su capacidad de pago.

El dinero del primer programa, 1,018 millones de DEG, fue utilizado para hacer el *clearance* definitivo con los atrasos. El segundo programa, de 1996 a 1999, por un monto menor de 300.2 millones de DEG, facilitó los recursos para completar los requerimientos necesarios para cerrar el Plan Brady. Este Plan fue fundamental para refinanciar y reestructurar la deuda externa peruana y está documentado en Rivas-Llosa (1997) y Abusada (2000). De aquí para adelante, salvo con una excepción que detallaré más adelante, el Perú nunca más tomó dinero del FMI. Todos los programas que tuvo el Perú desde entonces hasta que nos graduamos fueron “programas precaucionarios”.

El Programa de Facilidad Ampliada de 1999 a 2002 se vio interrumpido con la renuncia del presidente Alberto Fujimori. Tuvimos muchas complicaciones en medio de las reuniones anuales en Praga, República Checa, pues parte de la delegación del Ministro de Economía y Finanzas (MEF), así como el Presidente del BCRP se tuvieron que quedar en el Perú. Es importante mencionar que en esa reunión también se ultimaron detalles sobre el tema de Elliot y los fondos buitres. El Fondo siempre apoyó al Perú en este tema.

En marzo de 2001, cuando Valentín Paniagua es declarado presidente, se decide cancelar el programa anterior y firmar uno nuevo, de solo un año y por un monto pequeño. La idea era dar confianza a los mercados mientras se instalaba el nuevo gobierno. A pesar de la crisis política, el país seguía sólido desde el punto de vista macroeconómico, y se logró, con tal programa, que los inversionistas den el beneficio de la duda al gobierno de transición en espera de las elecciones de 2001, en las que Alejandro Toledo es elegido presidente. Tras las elecciones, arribó una delegación a Washington, una “junta de notables”, que incluía personajes como Javier Pérez de Cuéllar, Pedro Pablo Kuczynski y Javier Silva Ruete. El propósito era dar seguridad, sobre todo a los organismos internacionales, que a pesar del momento político difícil, el país retornaría a un gobierno democrático y regular.

El periodo posterior, de 2002 a 2009, estuvo marcado por programas *stand-by*, de una menor duración de alrededor de dos años, y por montos relativamente pequeños (255, 287 y 172 millones DEG). Otra vez, estos programas no se acordaban por necesidades de financiamiento, ya que eran por un porcentaje bajo de la cuota a la que el Perú accedía, sino con el objetivo de dar señales al mercado del compromiso de continuar con las buenas políticas macroeconómicas.

Ya para entonces subsistía una discusión interna sobre hasta cuándo sería necesario firmar estos acuerdos. Inicialmente se quiso anunciar que nos graduábamos en 2001, pero los eventos políticos mencionados aplazaron esa decisión. Curio-

samente, el final de estos acuerdos llegó, para sorpresa de propios y extraños, en medio de la peor crisis financiera de esta generación, la crisis de 2008 a 2010, que coincidió con la conclusión del programa *stand-by* de 2007 a 2009. Me tocó estar en esa misión y, por coincidencia, me correspondió el honor de anunciar al Directorio del FMI que el Perú había decidido graduarse. Ello causó conmoción pues nadie comprendía por qué nosotros, que habíamos sido tan cercanos al FMI desde los noventa, decidíamos graduarnos durante la peor crisis financiera mundial.

Obviamente, el Perú no tenía vocación de *kamikaze*. Nosotros ya pertenecíamos al “club platinum” y podíamos pedir financiamiento extraordinario en cualquier momento casi a sola la firma. Las reservas internacionales netas eran cuantiosas y la posición fiscal del Perú era muy sólida, lo que constituía buenos colchones para enfrentar choques adversos. Entonces, se pensó que este era un buen momento para probar que estábamos listos y, en efecto, lo estábamos. El Perú salió airoso de esa prueba con flamantes colores.

3.1 Retorno a la comunidad financiera internacional

Quisiera detenerme en los antecedentes, en especial la situación previa a 1990, solo para señalar que históricamente la parte política siempre va de la mano con la economía. Como recordarán, fue el presidente Alan García quien suspendió los pagos a los organismos internacionales en 1985 y el Perú casi fue expulsado del FMI. En 1988, ya en medio de una crisis doméstica profunda, el presidente García dio instrucciones al ministro de economía Abel Salinas para ir a Washington a negociar una reconciliación con el FMI. Salinas, junto con una comitiva que incluía al director del BCRP Juan Candela, advirtió que el Perú aún no podía pagar todos los atrasos acumulados, pero que como acto de buena voluntad iba a iniciar los pagos corrientes y dejar la deuda pendiente para el futuro. Esta negociación tomó a muchos por sorpresa y, curiosamente, se mantuvo en secreto debido a la retórica anti FMI del presidente García. Treinta años después los registros son públicos. Estas prácticas han cambiado y hoy el FMI tiene una política de mucha mayor transparencia y, con poco retraso, toda la documentación se hace pública.

Desde 1989 cuando se hizo la primera revisión del acuerdo, el FMI aconsejaba una fórmula similar al *Fujishock*. Esto es, normalizar los precios relativos, quitar subsidios, eliminar el grave déficit fiscal, descartar los múltiples tipos de cambios, entre otras medidas. Estas recomendaciones, que son de sentido común, ya habían sido dadas dos años antes. En la misión de abril de 1990, antes del cambio de gobierno, el directorio del FMI concluyó que sería el nuevo gobierno quien tendría que decidir, y que era poco lo que se podía avanzar con el gobierno saliente. El FMI mantuvo el beneficio de la duda en espera de la nueva administración.

Viene el *Fujishock* el 8 de agosto del 1990, muy recordado por la famosa frase del ministro Juan Carlos Hurtado Miller: “Que Dios nos ayude”. No hubo muchas alternativas y ahora ya es parte de nuestra historia. El presidente Fujimori, luego de ganar la segunda vuelta, fue persuadido de que la terapia de *shock* era la mejor opción, generando dos cambios de equipo económico. Hernando de Soto jugó un papel importante en este aspecto junto con Carlos Rodríguez Pastor y Julio Velarde, quien también contribuyó en el diseño del plan de estabilización.

Para los lectores más jóvenes, un rápido recordatorio del *Fujishock*. Se liberaron precios que habían sido controlados en un contexto hiperinflacionario, incluido el tipo de cambio. Como resultado, la gasolina subió 30 veces, la lata de leche se triplicó, el kilo de azúcar blanca se duplicó, el pan francés subió más de cuatro veces, entre otros. Como anécdota, recuerdo que al día siguiente Renzo, yo y otros amigos fuimos a la cafetería del BCRP para un habitual intercambio de ideas y el administrador nos dijo que no podía vender nada porque no sabía cuánto cobrar. Pasaron muchos días, incluso semanas, para los agentes aprendieran y descubrieran el precio real de los bienes y servicios en los mercados ahora que se había sincerado la economía. Fue un proceso penoso, pero necesario.

Durante el periodo de 1985 a 1990, el crecimiento económico fue en promedio negativo. Después del periodo de estabilización, entre 1991 y 1992, comenzamos a crecer tímidamente y luego, con de la estabilización y la consolidación, las cosas empezaron a mejorar de manera sostenida. Ocurre lo mismo para la inflación y otras variables macroeconómicas clave, como se muestra en Rossini y Santos (2015). Muchos se admiran cuando estudian el caso peruano porque en cierta manera las políticas adoptadas fueron “más papistas que el Papa”. El *Fujishock* fue más duro incluso que las recomendaciones iniciales del FMI, y lo cierto es que no había alternativa. Véase Velarde y Rodríguez (1992). El quid es que realmente el Perú había tocado fondo, no estábamos en el piso sino en el quinto sótano, y simplemente no había otra opción. Un país no debería esperar a estar como estábamos para hacer las cosas bien.

Inicialmente, el FMI no podía prestarle al Perú por estar en moratoria y el Perú no tenía los recursos para honrar esas deudas. Por ello, se recurrió a una solución ingeniosa a esta disyuntiva: la acumulación de derechos de giro. En realidad no fue inventada para el Perú, sino para Zambia, pero en circunstancias parecidas. A medida que el país cumplía las metas trimestrales con el FMI, iba ganando puntos, como alguien que juega Monopolio y gana sus casitas. Tras cumplir las metas escrupulosamente hasta el final, en el último trimestre de 1992 ganamos los 623.7 puntos que equivalía al monto acumulado de atrasos de deuda con el FMI que tenía el Perú. Con ello, se pudo hacer el primer programa de facilidad ampliada, con el que se cedieron los recursos necesarios para, justamente, pagar el

atraso. Fue una solución muy ingeniosa para evitar la prohibición reglamentaria de no refinanciación de deuda del FMI y el BM. En la práctica, permitió refinanciar la deuda del Perú con organismos multilaterales.

El BM no se quedó atrás. Inventaron los llamados Préstamos “Sombra” de Ajuste Estructural. Básicamente, fue el mismo mecanismo. Aprobaron préstamos estructurales de 300, 600 y 400 millones de dólares, que serían desembolsados conforme se acumularan puntos por cumplir con una matriz de condicionalidades. Esto fue relativamente fácil, ya que el Perú, desde el *Fujishock*, comenzó a impulsar por su cuenta la reforma comercial, la liberalización de tarifas, la reducción de aranceles, las privatizaciones y la modernización del sector financiero. Es decir, muchas de las condicionalidades ya estaban encaminadas.

Cuando todas fueron cumplidas estábamos listos para recibir todos esos recursos tan pronto le pagásemos la deuda al BM. Mediante los préstamos del tesoro del Japón y de Estados Unidos se logró una interesante triangulación de recursos, detallada en Lago (2022). Luego de los préstamos que sirvieron simplemente para hacer el ajuste contable, el BM continuó facilitando financiamiento para el país, muy importante para apoyar la reforma de muchos sectores que fueron críticos en ese momento.

Lo mismo pasó con el BID. Le debíamos 380 millones de dólares y la triangulación con el BID fue a través del Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR). El FLAR dio un préstamo con el cual se pudo pagar al BID y por el cual luego el BID nos dio el dinero para pagar al FLAR. Una vez que ello se regularizó, como se detalla en Campodónico (1997), el BID continuó dando significativos préstamos para temas del sector financiero, sector comercial, el Fondo de Cooperación para el Desarrollo Social (Foncodes), entre otros.

Después de estas negociaciones quedó el camino abierto para refinanciar la deuda del Club de París, sobre la base de las minutas de 1991 y 1993, como se detalla en Hendrick (1993). La minuta general es básicamente un “acuerdo de caballeros” que debe firmarse país por país, acreedor por acreedor, para realmente negociar y poner en marcha ese acuerdo general. Desde el MEF, en mi calidad de Director General de Crédito Público, tuve el privilegio de participar en algunas de esas negociaciones bilaterales con países y agencias oficiales de Europa.

Destaca el hecho de que el Perú consiguió condiciones que ningún país del mundo había logrado en términos de lo que el Club de París ofrece, lo que fue muy reconocido por la comunidad financiera internacional; el FMI inclusive resaltaba el caso del Perú como un caso de estudio para los expertos en deuda externa. Estas condiciones inéditas no fueron regaladas, sino ganadas a pulso. Si bien se contaba con el sólido respaldo del FMI a la posición peruana en todas esas negociaciones, el resultado final fue un reconocimiento a las reformas que el Perú venía realizando

desde el *Fujishock*. El país había demostrado con acciones concretas y esforzadas que había voluntad de cambio y de hacer lo correcto.

Cada reforma fue acompañada de una significativa asistencia técnica del FMI, del BM y del BID, en concordancia con el BCRP. Algunos consultores-asesores pasaban hasta un mes y medio en el Perú, maximizando el tiempo de consultoría. Un buen ejemplo es la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (Sunat), uno de los elementos estelares de la primera parte de la reforma, que pasó de ser una dirección del MEF a una entidad autónoma. Este cambio fue clave para la reforma tributaria y para atender la imperiosa necesidad de aumentar los ingresos fiscales. Aquí, Manuel Estela y un equipo del BCRP impulsaron la transformación de la Sunat; inicialmente entre un 60 % del personal gerencial de la Sunat fueron trabajadores destacados del BCRP. Ocurrieron procesos similares con el relanzamiento de la Corporación Financiera de Desarrollo (Cofide) y con la reestructuración del Banco de la Nación.

3.2 La graduación

Regresando a la graduación del Perú en 2009, en medio de la crisis financiera y ante el estupor del directorio, no solo se decide no continuar con los programas del FMI sino que, por su fuerte posición financiera, el Perú fue invitado a participar en el *Financial Transaction Plan* (FTP). Con el propósito de explicar este mecanismo, es importante recordar que cuando el FMI extiende un crédito a un país, quien presta realmente los recursos no es el FMI estrictamente hablando, sino la “cooperativa” de países miembros. Si hay un programa con Argentina, por ejemplo, con un primer desembolso de 100 millones de dólares, los miembros del FMI que son parte del plan y en función del tamaño de su economía, son convocados para hacer el desembolso de una parte del monto total a favor del Banco Central de Argentina. Entonces, los países que pertenecen a este plan prestan el dinero y en los asientos contables se registran a cambio de DEG. Desde 2009, el Perú es un acreedor del FMI y, por extensión, acreedor de los países que les deben al FMI.

En el año 1990, el Perú atravesaba la peor crisis macroeconómica de su historia y era un paria en la comunidad financiera internacional. En 20 años dimos una giro gigante y nos convertimos en un acreedor del FMI. Aunque este logro no sea plenamente comprendido por la mayoría de la población, es necesario ponerlo en su real dimensión.

Al anunciar la graduación, el país crecía casi tanto como China, muy por encima del promedio de países latinoamericanos; la inflación estaba bajo control, incluso comparándola con Chile que siempre es un referente; producto de la reforma comercial, los aranceles efectivos desde los noventa habían convergido prác-

ticamente a cero; y las RIN eran muy altas, por encima de lo recomendado por el FMI. Estos avances se han traducido en el mayor bienestar de la población: la pobreza se redujo notablemente, de niveles de 60 % en 2004 a 20 % en 2014, lo mismo con la pobreza extrema y la desigualdad. Al final del día, lo que se busca es mejorar el nivel de vida de la población y en esta dimensión el país ha seguido mejorando, incluso considerando el revés de la pandemia de la COVID-19.

4 Construyendo un futuro mejor: el Perú y el FMI hoy

Para finalizar, haré referencia a la relación presente con el FMI. En mayo de 2020, producto de la pandemia, Perú volvió a solicitar un programa. No obstante, no es un programa como los del pasado, *stand-by* o de facilidad ampliada, sino una línea de crédito flexible, sin condicionalidades. Esta línea es como una chequera y, cuando se tiene la necesidad, gira un cheque y lo hace efectivo sin más trámites. No tienen que cumplir condiciones, es simplemente un préstamo a la sola firma.

A estas líneas flexibles solo acceden los países del “club platinum”, cuya posición externa es sostenible, que tienen acceso al mercado internacional de capitales a tasas de interés muy competitivas, un nivel confortable de reservas, una posición fiscal fuerte, una deuda pública sostenible, inflación baja y estable, un sólido sistema financiero sin problemas sistémicos y un excelente récord de políticas macroeconómicas sólidas. El personal técnico del FMI tiene que dar fe de que el país cumple con estos requisitos antes de poder contar con la aprobación del programa en el directorio. El Perú cumple con los requisitos ampliamente desde 2009.

Hace poco, en mayo de 2021, fui al directorio del FMI a pedir la renovación del programa al finalizar su primer año. Si notan la fecha, este pedido de renovación ocurrió antes de la segunda vuelta electoral. En ese momento, existía bastante incertidumbre sobre las políticas que la futura administración implementaría. No obstante, pesó el criterio técnico y, a pesar de la complicada parte política, se consideró que el Perú seguía teniendo sólidos fundamentos y que la economía del país navegaría el problema de la pandemia sin dificultad.

Sin embargo, sería muy irresponsable dormirse sobre los laureles. La pandemia visibilizó que aún faltan hacer reformas en temas de educación, salud, infraestructura y economía digital. Reitero la idea del “modelo” versus el sentido común y que, al margen de la ideología, se trata de valorar las metas conquistadas y lo que funcionó bien. Ahí están los datos, los números no mienten. El ministro de economía no está a cargo de que un profesor dicte mejor las clases en un salón en la sierra peruana; el Presidente del BCRP no es responsable de que falte medicamentos básicos en una posta médica. Sin duda, hay muchas reformas pendientes; no obstante, hay que tener claro que no se originan por fallas en el manejo econó-

mico. Se necesita reforzar instituciones y capacitación en otros ámbitos. Al final todo coadyuva e impacta en la economía, pero son otros elementos que escapan al manejo económico y en los que se necesita avanzar como país.

Hay un nuevo gobierno en el Perú. El presidente Castillo visitó Estados Unidos en el marco de la Asamblea Anual de las Naciones Unidas. También fue a Washington y tuve un *deja vú* porque me hizo recordar otras visitas del pasado cuando había intranquilidad en los mercados. Asimismo, vino el ministro de economía a sostener reuniones en el FMI, el BM y el BID, y a otras presentaciones internacionales. En mi opinión, creo que le fue bien: dijo lo correcto e inspiró confianza a los inversionistas y a las multilaterales. La reputación y la credibilidad de Perú todavía estaban ahí y ojalá que las mantengamos.

5 Conclusiones

Mi reflexión final es que el FMI fue un consejero y un socio clave en el proceso de la reforma macroeconómica en el Perú y en la reinserción del Perú en la comunidad financiera internacional. Ello no hubiera sido posible sin la decisión política de hacer las cosas correctas para estabilizar la economía y lograr la reactivación. Tampoco hubiera sido posible sin la dedicación y el sacrificio de los cuadros técnicos de instituciones clave como el BCRP o el MEF. Por supuesto, se destaca el aporte de Renzo en esta historia.

Referencias

- Abusada, R. (2000). La reincorporación del Perú a la comunidad financiera internacional. En R. Abusada, F. Du Bois, E. Morón, & J. Valderrama (Eds.), *La reforma incompleta. Rescatando los noventa* (Vol. 1, p. 121-161). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- Campodónico, H. (1997). Los nuevos mandatos del BID y del Banco Mundial. El caso del Perú. En D. Tussie (Ed.), *El BID, el Banco Mundial y la sociedad civil: nuevas modalidades de financiamiento internacional* (p. 145-181). Buenos Aires: Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) y Oficina De Publicaciones del CBC.
- Fondo Monetario Internacional. (2021). *Construir un futuro mejor. Informe anual del FMI de 2021*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Hendrick, O. (1991). El retorno del Perú a la comunidad financiera internacional. *Revista Moneda*, 3(34), 40-45. (Banco Central de Reserva del Perú)
- Hendrick, O. (1993). ¿Existe una solución definitiva al problema de la deuda externa peruana? *Revista Moneda*, 5(55), 47-54. (Banco Central de Reserva del Perú)

- Lago, R. V. (2022). La reinserción financiera del Perú: testimonio. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. la recompensa de los tamíes* (p. 95-108). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Rivas-Llosa, R. (1997). *Los bonos Brady* (Documento de Trabajo n.º 28). Lima: Centro de Investigación 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* (p. 9-33). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Velarde, J., & Rodríguez, M. (1992). *Lineamientos para un programa de estabilización drástico* (Documento de Trabajo n.º 1). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Werner, A., & Santos, A. (Eds.). (2015). *Peru: Staying the course of economic success*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Yamada, G. (2022). Estabilidad macroeconómica y bienestar. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíes* (p. 167-181). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.

Reglas e instituciones fiscales

JOSÉ VALDERRAMA*

Durante la década de 1990, luego de una drástica y larga crisis macroeconómica, fue urgente e impostergable la corrección de los fuertes desequilibrios macroeconómicos y la creación de las condiciones para un crecimiento sostenible. Este capítulo se centra en las reformas institucionales orientadas a cimentar una política fiscal prudente, que permita generar confianza y credibilidad y, consecuente con ello, que brinde la posibilidad de mitigar, al contrario de acentuar, los efectos macroeconómicos de los fuertes choques a los que el país está periódicamente expuesto. Se discutirá el diseño de estas reformas, sus objetivos deseados, su implementación y los principales desafíos pendientes.

1 Introducción

En este capítulo revisamos el papel que jugó la política fiscal en colaborar con la estabilidad y el crecimiento de los últimos 30 años, poniendo énfasis en el rol que tuvieron las reglas formales e informales que se introdujeron en los noventa y se consolidaron en este siglo. Luego de presentar la evolución de los principales parámetros fiscales, se reseñarán las principales reformas en esta área (diferenciando la de los noventa y las posteriores). Lo anterior se complementará con una revisión de parte de la literatura sobre algunos resultados macroeconómicos que se pudieron dar. Finalmente, resaltaré lo que considero son algunos de los principales retos generales a futuro en este tema.

* Deseo agradecer a los editores y a la Universidad del Pacífico por la invitación a esta serie de conferencias en honor a mi gran amigo Renzo Rossini. Es una enorme pena su temprana partida, cuando todavía tenía mucho más que darnos. En aras de la transparencia, es oportuno aclarar que participé en el quehacer diario de la política macro fiscal entre 1994 y 1998 asesorando al MEF, y también colaboré, vía diversas consultorías con organismos internacionales, en el diseño de las diferentes leyes de responsabilidad fiscal; con mayor responsabilidad en las de 1999 y 2013, aunque también participé en algunas propuestas introducidas en 2003.

2 Los agregados fiscales en los últimos 50 años

En charlas anteriores se discutió cómo la economía peruana tuvo un desempeño económico bastante malo en los setenta y peor aún en los ochenta, con cierta recuperación en los noventa y un despegue en los primeros quince años de este siglo. Se dio un claro incremento en el crecimiento económico y una evidente reversión de la inflación desde una hiperinflación hacia niveles similares a los de países avanzados. Como señala Yamada (2022), este panorama facilitó una mayor movilidad social junto con una significativa reducción de la pobreza y la desigualdad.

Para poner en perspectiva las reformas introducidas desde los noventa, es preciso revisar la evolución de los principales agregados fiscales en los últimos 50 años para notar que desde 1990 se dio un drástico cambio en el manejo fiscal, permitiendo una mayor disciplina fiscal. En la figura 1 se presenta la evolución del resultado económico del sector público no financiero, del resultado primario y de los gastos en intereses desde 1970. La tabla 1 muestra promedios y desviaciones estándares por décadas. Deseo destacar tres hechos.

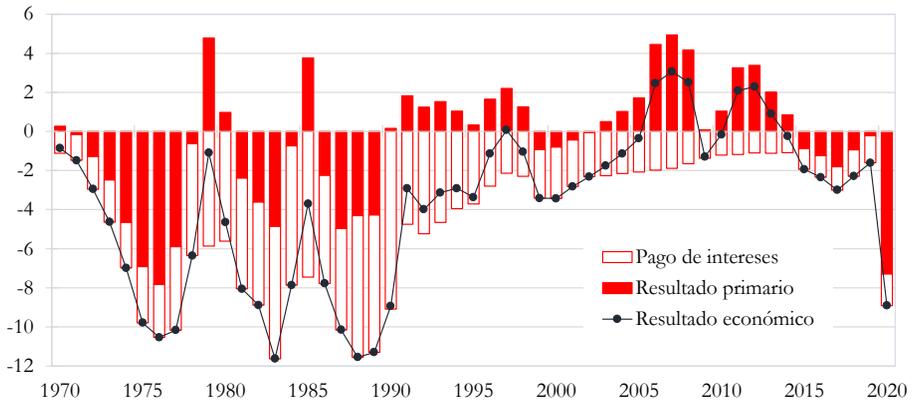
Primero, se consiguió una sustancial e inmediata mejora de los resultados fiscales desde el inicio de la década de 1990. El déficit fiscal convencional se redujo a 2.9 % del PBI en 1991 desde un promedio de 11 % entre 1987 y 1989, o incluso desde un 13 % si incluyéramos los subsidios del BCRP al gobierno y a la banca de fomento (Fondo Monetario Internacional, 1991). Luego se aprecia una ligera tendencia a un menor déficit, especialmente durante el *boom* de los precios de las materias primas y el mayor crecimiento de la economía desde mediados de la primera década de este siglo, que trajeron fuertes incrementos en los ingresos tributarios. Después de 2012 se percibe una tendencia decreciente moderada hasta 2019, para posteriormente sufrir un fuerte revés por el manejo de la pandemia.

El notorio esfuerzo fiscal de inicios de los noventa se revela mejor viendo el resultado primario, que excluye los gastos de los intereses de la deuda. Los intereses reflejan muy poco las operaciones realizadas en el año en cuestión; principalmente son el resultado de decisiones de años anteriores que afectan el saldo y el costo de la deuda. Es decir, son en gran parte el fruto de medidas adoptadas en años anteriores, como el aumento de la deuda en los setenta y pagos parciales e impagos en los ochenta. El resultado primario pasó rápidamente a positivo, de 0.2 % del PBI en 1990 y 1.8 % en 1991, de valores altamente negativos como -4.5 % entre 1987 a 1989. Se mantuvo en terreno positivo por buena parte de los noventa, y en buena parte de los años siguientes de este siglo, especialmente durante el *boom* de los precios de las materias primas.

En segundo lugar, los resultados fiscales se volvieron menos erráticos a partir de los noventa. Por ejemplo, se registraron déficits totales de dos dígitos entre 1975

Figura 1

Resultado económico, primario e intereses del sector público no financiero (% del PBI)



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

a 1977, a inicios de los ochenta y entre 1987 a 1989, mientras que desde 1990 no vuelven a registrarse cifras tan grandes. Además, la desviación estándar de los resultados fiscales fue menos de la mitad en los noventa que en las dos décadas previas. En el nuevo milenio, la volatilidad fue algo mayor en relación con la de los noventa, pero todavía bastante menor que antes de 1990. Claro, ello hasta antes de 2020 y la severa recesión que trajo la COVID-19 y su manejo. Cabe resaltar que la menor volatilidad no sugiere necesariamente que la política fiscal fuera más o menos procíclica o contracíclica, cosa que se tratará más adelante.

Asimismo, la política fiscal luego de 1990 no engendró crisis fiscales que involucraran renegociaciones de deuda o aumentos sustanciales en la inflación. Hasta 1997 se enfrentaron complicadas renegociaciones con los acreedores, pero por los impagos de las décadas anteriores. Por su parte, los mayores déficits de 1999 (ligado al Fenómeno del Niño y la crisis rusa de 1998), de 2009 (por el impacto de la Gran Recesión) y el 2017 y 2018 (por El “Niño costero”) se resolvieron sin traumas. Esperamos lo mismo con la crisis derivada de la pandemia.

Tercero, la perseverancia en una disciplina fiscal con déficits reducidos fue un elemento importante en la disminución de los pagos de interés como participación del producto. Ella se redujo de un abismal 7 % del PBI a finales de los ochenta, a 2.4 % en el 2000, 1.6 % en 2020 y con un mínimo de 1 % en 2015.

En este relato panorámico inicial, también es importante revisar cómo se fueron financiando dichos déficits. Como se aprecia en la tabla 1, en las décadas de 1970 y 1980, casi la mitad de los déficits públicos fueron financiados vía créditos

Tabla 1
Resultados fiscales por décadas

	Económico	Primario	Fuentes del déficit económico		
			Externo	Interno	Privatización
1971 - 1980	-5.9 (3.5)	-2.4 (3.9)	3.0	2.8	0.0
1981 - 1990	-9.0 (2.4)	-2.3 (2.8)	5.2	3.8	0.0
1991 - 2000	-2.5 (1.3)	0.9 (1.1)	1.8	-0.7	1.5
2001 - 2010	-0.2 (2.1)	1.7 (2.0)	0.2	-0.2	0.2
2011 - 2019	-0.7 (2.0)	0.5 (2.0)	0.0	0.6	0.1

Nota: Promedios de datos expresados como porcentaje del PBI. Entre paréntesis se presentan desviaciones estándares. Las fuentes del déficit no suman el total por efectos del redondeo.

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

internos y el gran grueso de estos créditos eran otorgados por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), directamente o a través del Banco de la Nación, y en mucho menor medida vía otros acreedores, que en gran parte fueron colocados en forma compulsiva, a tasas de interés negativas en términos reales. Es decir, se obtuvieron vía la fuerte represión financiera que prevaleció en el mercado en moneda local. Ante el mayor costo de mantener liquidez en moneda local, los agentes respondieron cada vez con mayor rapidez en deshacerse lo antes posible de la moneda local con la que se financiaban estos déficits fiscales; con ello, la intermediación financiera comenzó a desplomarse y, como los requerimientos del gobierno continuaban, el BCRP tenía que emitir más en términos nominales, llevando a una inflación galopante en los últimos años de los ochenta, como bien lo describen Martinelli y Vega (2021).

Por otro lado, durante los setenta hubo un fuerte flujo de capitales de los bancos internacionales que tenían fondos prestables en abundancia por el aumento en los precios del petróleo y los ahorros de los principales países productores, los cuales permitieron financiar el mayor rol que le quería dar al sector público el gobierno militar. Ello incluyó un significativo incremento en las inversiones públicas, tanto del gobierno general como de las empresas públicas, y se comenzaron a registrar déficits considerables. Es decir, se aprovecharon del acceso a capitales privados extranjeros extraordinarios, a tasas aceptables al inicio, para financiar mayores gastos públicos con la creencia de que con la mayor intervención en la economía y el posible descubrimiento de petróleo se sostendría un alto crecimiento de la economía en el mediano plazo, incrementando la capacidad de repago. Sin embargo, pocos años después se generó una crisis de balanza de pagos y fiscal.

Se tuvo que tomar medidas austeras, solo aliviadas temporalmente en los últimos años de los setenta por un fuerte aumento de los precios de las materias primas. El intento del gobierno del presidente Belaúnde de fomentar la inversión pública en infraestructura, se vio severamente afectado por el aumento en las tasas de interés a nivel mundial sumado a un Fenómeno del Niño totalmente inesperado y dañino, lo que en la práctica llevó al inicio de una moratoria (*default*) con los acreedores comerciales. Luego, el presidente García acentuó dicha política del impago y la generalizó a prácticamente todos los acreedores (privados y oficiales) en la segunda mitad de los ochenta. Al inicio obtuvo más recursos para su meta de un fuerte aumento en la demanda interna, pero los recursos frescos del exterior pararon de venir. El incremento que se observa en el financiamiento externo representa en gran medida los intereses que se iban acumulando por los atrasos.

Así, se terminó con el aislamiento de los mercados de capitales, tanto de los acreedores externos como de los tenedores internos, además del fuerte daño al mercado financiero nacional. El único dinero nuevo era el que seguía viniendo del BCRP a costa de una galopante inflación. La confianza en el país se derrumbó por completo. En cambio, el financiamiento interno se detuvo casi inmediatamente a inicios de los noventa, e incluso fue negativo en algunos años dados los ingresos de privatización que en parte sustituyeron el financiamiento de gastos de inversión en lugar del crédito tradicional. Estos recursos también se usaron para financiar el intento de una política expansiva fiscal en 1999 luego de los efectos de la crisis asiática, el Fenómeno del Niño y en especial la crisis rusa. Se continuó con un financiamiento interno en la práctica nulo hasta aproximadamente 2015, ahorrando así una buena parte de los mayores ingresos fiscales producto de un mayor crecimiento del PBI y de altos precios de los minerales.

El financiamiento externo en los noventa fue positivo. Los atrasos se redujeron mediante refinanciaciones y nuevos desembolsos bilaterales y de multilaterales, además del recorte de cerca de la mitad de la deuda comercial vía el Plan Brady de 1997. La persistencia en el manejo macroeconómico prudente mejoró paulatinamente la confianza en el gobierno. Además, el aumento de la madurez promedio de la deuda gracias a dicho Plan y otras reestructuraciones, especialmente con el reperfilamiento del saldo con los acreedores del Club de París en 1996, crearon las condiciones básicas para que se emitieran bonos, primero denominados en moneda extranjera en 2001, y luego tímidamente en moneda local en 2002. Al inicio, las emisiones fueron relativamente pequeñas y no periódicas; luego se aceleraron de manera significativa. No obstante, su manejo no implicó un incremento significativo en el financiamiento externo ni en el saldo de la deuda pública como porcentaje del PBI, que continuó con una clara tendencia decreciente.

3 Cambio de régimen en los noventa

La fuerte reducción del déficit fue un cambio drástico en el manejo fiscal. Luego de la inflación galopante y una profunda recesión sin poder financiar los gastos esenciales del Estado, el sustancial viraje en las políticas económicas contaba con gran respaldo entre la mayoría de los técnicos serios, en distintos políticos y grupos empresariales. Entre las medidas fiscales que se adoptaron para hacerlo posible y persistente destacan cinco.

Primero, la eliminación de los fuertes subsidios generalizados, y la creación de programas de asistencia focalizada a los más vulnerables. En gran medida, esta supresión de subsidios se dio desde agosto de 1990 (con el denominado *Fujishock*) y fue una tarea ardua, en particular en los primeros años. Ello finaliza con la privatización o liquidación de buena parte de las numerosas empresas públicas, a cambio de la creación de órganos reguladores en los sectores con dominio monopólico.

Segundo, se apostó por una política tributaria más simple y menos distorsionante, dentro de las capacidades de recaudación de entonces. Esto implicó la dación inicial de impuestos fáciles de recaudar, como un alto impuesto selectivo a los combustibles o impuestos a los capitales, considerados antitécnicos. Luego, se migró de un alto número de tributos con diferentes tasas, excepciones y exoneraciones a un sistema mucho más simple y eficiente. Se dio especial importancia al impuesto al valor agregado, el impuesto general a las ventas (IGV), generalizándolo a casi todas las actividades a una tasa uniforme, y al impuesto a la renta, con una tasa uniforme para las corporaciones (excepto las muy pequeñas) y solo dos tramos para las personas naturales, sin beneficios específicos.

Tercero, se fortaleció la agencia de administración tributaria (Sunat). Si bien la Sunat fue creada en 1988, solo luego de las reformas del año noventa se le dio independencia funcional y operativa, con ingresos predeterminados y con un capital humano más idóneo. Ello, junto con los elementos de simplificación tributaria y mayores herramientas de fiscalización, posibilitó un mayor control de la evasión, ayudó a un mayor cumplimiento tributario y a ampliar su base.

Cuarto, se formalizó el Comité de Caja en la Ley de Presupuesto para 1991. Antes, dicho comité no tenía el rol de aprobar los máximos gastos presupuestales y menos evitar el financiamiento por parte del BCRP al fisco. Ello cambió radicalmente y el comité pasó a autorizar, mes a mes, el gasto presupuestal en función de los ingresos disponibles. Aunque se trataba de un manejo consistente con la meta operativa de financiamiento doméstico nulo, tenía sus limitaciones, ya que era propenso a la prociclicidad y no brindaba seguridad a las unidades ejecutoras sobre los recursos disponibles en un horizonte de planeación corto (el presupuesto anual se modificaba constantemente).

Quinto, el impedimento constitucional del BCRP de financiar al gobierno y entes estatales. La Constitución de 1993 y la nueva Ley Orgánica del BCRP institucionalizaron los cambios ya introducidos de prohibir que el BCRP otorgue créditos al gobierno u otro ente público. Esto fue vital para el manejo fiscal, pues acabó con la tentación siempre presente de recurrir a las emisiones del BCRP, lo que promovió un manejo mucho más ordenado y perdurable en el diseño e implementación de política fiscal, evitando la dominancia fiscal de las décadas anteriores.

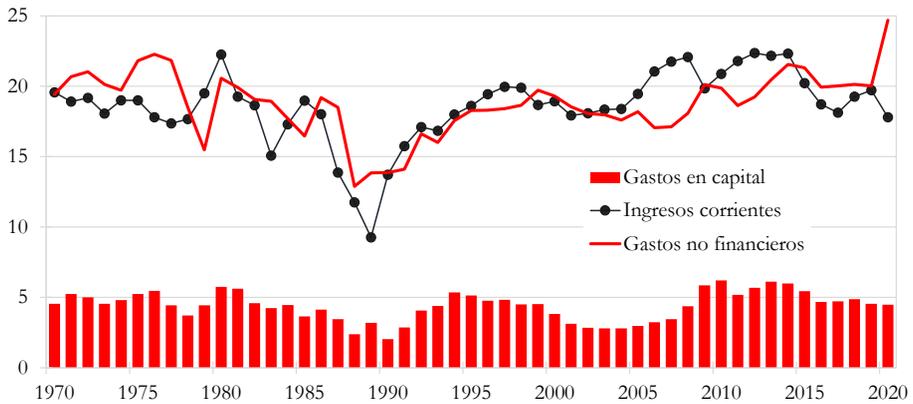
Si bien la introducción de un cambio de régimen se percibía en su momento como la única alternativa viable con un amplio consenso, en su implementación surgieron innumerables dificultades y no todo fue color de rosa. Entre ellas, resaltan desencuentros dentro del propio gobierno. Me referiré a dos de ellos.

Primero, recuperar confianza toma tiempo y dedicación a los detalles. Por ejemplo, en los primeros años de los noventa, no existía la confianza en que las acciones tomadas resolvieran el problema fiscal en forma duradera, y se tenía que ser cuidadoso para que no se percibiera que se podrían revertir los logros alcanzados, como sucedió con los ajustes en la administración anterior con el bien intencionado ministro Salinas. Como ilustran Velarde y Rodríguez (1992, 1994), fue necesaria una buena coordinación (no siempre lograda) entre las medidas del BCRP y el MEF para no agravar las expectativas inflacionarias en circunstancias donde la inflación, aunque decreciente, todavía permanecía alta.

Segundo, las demandas de gasto vienen de distintos actores dentro del propio ejecutivo, que no internalizan el pozo común del cual salen los recursos. Como se discute en Ríos (2004) y Carranza, Chávez, y Valderrama (2006), a pesar del deseo de un manejo fiscal disciplinado, es usual que los ministerios y otros entes soliciten recursos adicionales, tanto en la fase de formulación presupuestal como en la ejecución. En los noventa, las mayores demandas fueron particularmente notorias en años preelectorales, mostrándose fuertes expansiones del déficit más allá de lo previsto por factores ligados al ciclo económico.

Como se aprecia en la figura 2, el ajuste de los noventa se manifestó a través de una notoria recuperación en los ingresos fiscales (que cayeron con fuerza en los últimos años de los ochenta), sobre todo en el período de 1993 a 1997, año en el que alcanzan su pico de 20 % del PBI. Los gastos no financieros del gobierno general aumentaron especialmente después de 1992, pero a un ritmo menos acentuado, y en gran medida a uno similar al del crecimiento del PBI. Dentro de estos gastos también se observa un aumento en los de bienes de capital, aunque con una cierta desaceleración en los últimos años de la década y en especial en 2000 y, como veremos, luego en los primeros años del presente siglo. Lo que sí se dio fue la eliminación de los déficits de las empresas públicas, producto de la eliminación de precios subsidiados, y la venta o la liquidación de muchas de ellas.

Figura 2
Ingresos y gastos no financieros del gobierno general (% del PBI)



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

4 Reglas e instituciones en el presente siglo

Naturalmente, en lo que va de este siglo se dieron una serie de medidas que influenciaron el manejo macro fiscal. Entre ellas destaca la influencia del proceso de descentralización iniciado con la enmienda constitucional de 2002. También se dieron mejoras en el lado tributario y su administración, en el manejo de deuda y activos financieros, y en el Sistema Integrado de Administración Financiera (SIAF) en línea, el sistema de inversión pública y en la presupuestación por resultados. A continuación, nos concentraremos en las reformas centradas en el manejo macro fiscal, referidas a las normas y nuevas instituciones creadas para reformar los aspectos macroeconómicos relacionados al proceso presupuestario y a contrapesar los sesgos al déficit y la deuda pública.

Hago hincapié en las dos motivaciones más saltantes que se tuvieron desde mediados de los noventa en la importancia de introducir una reforma en esta dirección. Primero, dar continuidad a un manejo disciplinado y transparente luego de que se culminaran los acuerdos con el FMI. Esta fue una preocupación que compartíamos y discutíamos mucho con Renzo Rossini, pues era relevante tanto para el manejo monetario (BCRP) como el fiscal (MEF). En el manejo fiscal hay que tener en cuenta la presencia de distintos actores, muchos de ellos motivados por oportunismos de corto plazo y también por obtener mayores recursos en proyectos de su sector sin que incorporen plenamente la restricción agregada (el problema del *common pool* o pozo común). Los acuerdos logrados con las misiones

del FMI ayudaban mucho a mitigar dichas presiones y tener una visión más global y sostenible. Estos acuerdos recogían en gran medida lo que deseábamos en términos macroeconómicos, y las desviaciones con lo pactado fueron marginales en relación con lo deseable. Por otro lado, se cumplieron escrupulosamente las metas y objetivos (condicionalidades ahí establecidas) en todos los acuerdos desde 2003, excepto desvíos en 2009. Los acuerdos se publicaban en español justo después de concluirse, limitando las presiones que se presentaban y que podían descarrilar el rumbo trazado, y logrando no solo una transparencia sobre lo alcanzado *ex post*, sino, más importante, *ex ante* sobre las metas deseadas para el año en cuestión. En la práctica, el FMI jugaba un rol similar al de un Consejo Fiscal independiente.

La segunda motivación fue proporcionar la debida importancia a la formulación presupuestaria antes del periodo de ejecución para hacer más creíble y predecible el presupuesto aprobado, con una visión menos cortoplacista. Para reforzar la formulación y los acuerdos con los distintos actores ejecutores del gasto era conveniente contar con los supuestos macro y con las principales metas antes del inicio de la formulación del presupuesto, para que así se incorporen en este las restricciones agregadas. Así, se esperaba que el presupuesto en la etapa de ejecución fuera menos oscilante, y que las decisiones del Comité de Caja se dieran tomando en cuenta una perspectiva más larga, en vez de una mensual o trimestral.

Por supuesto, las dificultades que se dieron por la crisis de 1998-1999 cumplieron también un rol, pero creo que las dos grandes motivaciones fueron las ya mencionadas. Algunos de estos deseos se fueron introduciendo de manera informal e irregular durante los noventa, y se institucionalizaron finalmente con la *Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal* de finales de 1999. Sus principales propósitos y componentes específicos fueron numerosos y se resumen en la tabla 2. Todos estos elementos se vieron como complementarios, necesarios para un manejo más disciplinado del presupuesto desde una perspectiva macroeconómica, desde su formulación hasta su ejecución y rendición de cuentas, con un manejo transparente tanto en los supuestos como en las metas, y con el afán de seguir una política que respete la sostenibilidad fiscal, un manejo más estabilizador, y elementos necesarios para reducir los sesgos al déficit y deuda fiscales.

En los años siguientes se presentaron variaciones a la ley inicial. Los principales cambios se reseñan en la tabla 3, donde se aprecia que las modificaciones legales se centraron en ajustes a las reglas fiscales, tanto en los valores numéricos como en cobertura. La modificación introducida en 2013 fue más profunda, especialmente con la inclusión de una guía basada en los ingresos sostenibles, así como la creación de un Consejo Fiscal independiente. Empero, este nuevo esquema fue nuevamente modificado a finales de 2016, que en buena medida volvió al esquema de las primeras leyes pero respetando algunas innovaciones incluidas en 2013 e introdu-

Tabla 2
Componentes introducidos en la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal

Introducir una visión de mediano plazo en el presupuesto. Es decir, un marco macro-fiscal plurianual con la publicación del Marco Macroeconómico Multianual (MMM), con supuestos de proyección para el año siguiente y por lo menos los dos siguientes (hoy en día, tres), y las metas más importantes. No detalla las asignaciones específicas (no es un marco presupuestal), solo diferencia los gastos corrientes de los de capital deseados.

Enfatizar un enfoque “top-down” en dos etapas en la formulación presupuestal. El MMM debe guiar la elaboración del presupuesto. Por ello, se publica a mediados del año anterior al del inicio de su ejecución (revisable luego, con las justificaciones del caso). En negociaciones del MEF con entes ejecutores se toma en cuenta el total del posible presupuesto, aprobado por el Consejo de Ministros, y los entes han de justificar sus necesidades dentro de este.

Reforzar el seguimiento y rendición de cuentas. A través de informes dentro del período de ejecución y Declaración de Cumplimiento dentro del primer semestre del año siguiente.

Reducir el sesgo al déficit, usando como principio general un balance en el mediano plazo. Se establece que el resultado fiscal como promedio del ciclo sea balanceado, principio que supeditaría demás preceptos para evitar un sesgo al déficit. Literalmente: “El Estado debe asegurar el equilibrio o superávit fiscal en el mediano plazo, acumulando superávit fiscales en los períodos favorables y permitiendo únicamente déficit fiscales moderados y no recurrentes en períodos de menor crecimiento” (Artículo 2, Principio general).

Introducir reglas fiscales. En esencia, fueron dos: (i) un déficit fiscal del sector público no financiero no mayor a 1 % del PBI, permitiendo una reducción gradual inicial a 2 % para 2000 y a 1.5 % para 2021, y (ii) un tope al incremento del gasto real de 2 % anual. Estas fueron complementadas con reglas especiales para años electorales y cláusulas de excepción para situaciones excepcionales.

Establecer un Fondo de Estabilización Fiscal. El propósito fue el uso de ahorro, generado en épocas buenas, durante crisis agudas (*sudden stops*, Fenómeno del Niño fuerte, terremotos o similares) para ayudar con la estabilización, cuando recurrir a nueva deuda habría sido muy costoso o inviable. Inició con un tope de 2 %; luego fue aumentando.

ciendo nuevos ajustes (como diferenciando el máximo aumento en los gastos de capital de los corrientes). A la vez, en 2006 y en 2018 se agregaron cambios en las leyes generales de presupuesto y de endeudamiento para hacerlas más consistentes con el esquema macro, además de otras mejoras.

Salvo en 2000, las reglas de responsabilidad aplicables al gobierno central se cumplieron *legalmente*. Ello a diferencia de las reglas dirigidas a los gobiernos subnacionales, que mayoritariamente se han incumplido de forma permanente. Pero, en prácticamente todos los más de 20 años de implementación, se suspendió la aplicación de por lo menos una de las reglas a nivel de gobierno central o sector

Tabla 3
Principales modificaciones al esquema macro fiscal desde 2003

Al igual que la norma inicial de 1999, las siguientes modificaciones se hicieron mediante normas con rango de ley ordinaria (aprobadas por el Congreso, excepto la de 2016 aprobada por el Ejecutivo vía delegación del parlamento), y entraron a regir al año siguiente de ser aprobadas (la del 2013 entró en pleno funcionamiento en el subsiguiente):

Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal, 2003. Se introdujeron (junto con la Ley de Descentralización Fiscal) un gran número de reglas para los gobiernos subnacionales, dado el proceso de descentralización en curso. Además, se establecieron regulaciones para un regreso progresivo de 3 años a las metas normales si entraba en vigor la cláusula de excepción. Finalmente, se elevó el tope al aumento del gasto del gobierno general a 3 % en términos reales (consistente con una revisión del crecimiento potencial).

Ley Anual de Presupuesto, 2006. Se redujo la cobertura de la regla del gasto, del gobierno general al central. Además, se limitó a gastos corrientes, con diferentes coberturas por otras modificaciones en los siguientes años, pero en general ampliándose la exclusión a la regla a cada vez mayores gastos (como mantenimiento y en 2012 incluso a todos los gastos de un buen número de programas presupuestales).

Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal, 2013. Derivó de las recomendaciones de una comisión para reforzar el marco fiscal. Se estableció que cada nueva administración fije para su mandato un resultado económico como guía, desvinculado de los ingresos volátiles que derivan de un estudio de sostenibilidad fiscal, pero no mayor a 1 % del PBI. Se instituyó una meta operativa al gasto del gobierno central (incluyendo empresas públicas no financieras y transferencias discrecionales a gobiernos subnacionales) fijado *ex ante* sobre la base de estimados de los ingresos estructurales consistente con la guía. *Ex post* el cumplimiento se evaluaba en relación con el monto en soles del gasto calculado en el ejercicio antes dicho. Se introdujo un tope a la deuda pública (30 % del PBI), se creó el Consejo Fiscal, se simplificaron las reglas subnacionales, entre otras normas.

Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal, 2016. Se vuelve a una regla del déficit convencional para el sector público no financiero no mayor a 1 % del PBI, conjuntamente con una regla sobre el aumento del gasto del gobierno general no mayor a un “potencial” calculado sobre la base de un promedio de 20 años (15 pasados y 5 proyectados), con un tope menor para la tasa de crecimiento de los gastos corrientes. Se mantuvo el tope a la deuda pública y el Consejo Fiscal, pero se establecieron nuevas reglas para los gobiernos subnacionales (en decreto legislativo aparte). Se regresa a un principio de superávit fiscal en buenas épocas con solo déficit transitorios.

público, se impusieron límites temporales menos estrictos para facilitar su cumplimiento, o usaron cláusulas de excepción. Bajo los distintos esquemas se requirió de enmiendas *ex ante* para cumplirlas completamente. No obstante, como veremos más adelante, las desviaciones no fueron muy grandes.

Desde la introducción de la primera ley, la mayor atención académica y la del público en general se han centrado en las reglas fiscales en el sentido estricto de la expresión, siguiendo la definición usada en Kopits y Symansky (1998); es decir, a los límites al déficit, al gasto y recientemente a la deuda en el caso peruano. Prácticamente no se hace referencia al principio general del balance en el ciclo como un todo (excepto durante los pocos años en los que la regla del gasto se basaba en ingresos estructurales). Dicho principio fue incluido para ser la guía con la cual los límites específicos al déficit y al gasto debían establecerse. A pesar de su posible imprecisión (por las dificultades inherentes en calcular y menos en predecir un ciclo económico), el principio era vital, dado que las reglas al déficit y al gasto estaban establecidas como topes, no como metas, consistente con dicho principio. En varios estudios académicos, y me da también la impresión incluso en muchos MMM, se contemplan las reglas numéricas como metas por seguir, por lo menos en relación con la que se percibe como la más restrictiva en la situación esperada para el año en cuestión. Eso en contra de la intención.

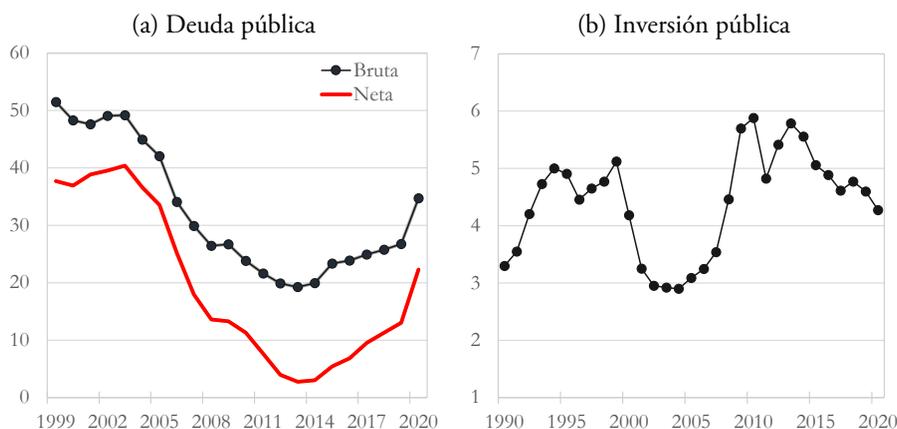
5 Algunos resultados del manejo fiscal

Me parece que en general se respalda la opinión de que el manejo macro fiscal ha sido un componente de vital importancia en el mayor crecimiento, la estabilidad económica y la baja inflación que se ha dado en las tres últimas décadas. Sin embargo, en esta sección deseo centrarnos en efectos más específicos. En particular, revisaremos la discusión en tres áreas donde puede haber mayor debate y distintos puntos de vista: su impacto sobre la sostenibilidad fiscal, el grado de prociclicidad que pudo conllevar, y su posible impacto en relación con la inversión pública. En buena parte de este análisis se trata de sintetizar los resultados de distintos estudios ligados a estos temas.

5.1 Cambio de régimen, disciplina y sostenibilidad fiscal

La deuda pública era inmensa en 1990, 89 % del PBI según Mendoza y Anastacio (2021; p. 139), con atrasos con prácticamente todos los acreedores. Esta deuda se redujo significativamente en los noventa, pero todavía a 48 % del PBI en 2000 y se mantuvo en alrededor de dicha razón en los siguientes tres años. Solo a partir del año 2004 se nota una fuerte reducción hasta 2012, cuando fue menor de 20 % del PBI (y la deuda neta, que le resta los activos financieros, a menos de 3 % del PBI). Posteriormente, presenta un incremento a un ritmo moderado hasta el año 2019 (a 27 %), y por supuesto esta razón aumentó fuertemente, a 35 %, en 2020 para enfrentar la pandemia. Véase la figura 3(a).

Figura 3
Deuda del sector público no financiero e inversión pública (% del PBI)



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

Si bien la persistencia en una política disciplinada jugó un rol crucial, la reducción de la razón deuda a PBI estuvo también favorecida por otros factores. En los noventa, destacan los arreglos de la deuda como el Plan Brady en 1997, que permitió disminuir la deuda con los acreedores comerciales en casi la mitad (Peschiera, 2002). Luego, entre 2004 y 2013, sobresale el efecto del *boom* en los precios de los minerales y los altos incrementos en el PBI en facilitar esta reducción.

Como vimos, en los primeros años de la primera década de este siglo, la deuda pública era aún muy alta (casi 50 % del PIB), especialmente si tomamos en cuenta las características de la economía peruana entonces: baja recaudación tributaria y calificación crediticia de su deuda, deuda pública casi en su totalidad en moneda extranjera, alta volatilidad histórica del crecimiento del producto, una economía propensa a múltiples riesgos, y aún con bajos estimados de crecimiento potencial. Era, pues, crucial transmitir confianza con una política fiscal prudente con un principio de equilibrio fiscal como promedio del ciclo. Otros países que habían puesto este tipo de principio también postulaban un déficit cercano a cero o un superávit como media en el ciclo. Creo que si no se persistía en una política fiscal bastante prudente y no se comunicaba de una manera clara, los mercados de bonos no habrían logrado la gran receptividad que tuvieron, y en condiciones muy favorables, pocos años después.

Con una deuda mucho más baja, la Comisión para fortalecer el marco macrofiscal del 2013 recomendó que la guía la establezca cada administración al inicio

de su mandato sobre la base de un serio análisis de sostenibilidad que tome en cuenta los riesgos fiscales, dando así más flexibilidad y supuestamente transparencia en el objetivo que se trazara. Pero como las reglas fiscales, incluyendo la de base en ingresos estructurales, solo se cumplieron con el relajamiento de algunas de ellas u otras excepciones, uno podría inclinarse a poner en duda la confianza que se intentó. Sin embargo, creo que el efecto adverso fue modesto tomando en cuenta que los relajamientos se explicitaron con debida anticipación (salvo en años de condiciones excepcionales, como la pandemia) y las metas fiscales modificadas también bastante prudentes fueron comunicadas explícitamente en los MMM, y con un claro compromiso de cumplimiento por parte de los distintos ministros y otros altos funcionarios del MEF. Adicionalmente, *ex post* las desviaciones no fueron en general significativas: de 2000 a 2020, el déficit fiscal promedió 1 % del PBI y si excluimos los tres años donde claramente se podía (y se usó) la exoneración de las reglas (2009 con la Gran Recesión, 2017 con el Niño costero y 2020 con la pandemia), el déficit tuvo un promedio menor del 0.5 % del PBI.

Así, considero que ha sido la perseverancia de los hacedores de política por mantener una política fiscal prudente lo que nos ha permitido enfrentar la pandemia con una situación fiscalmente sólida y una baja deuda. El armazón institucional ayudó a mantener dicha disciplina, aunque es más difícil ser muy contundentes respecto al efecto específico de las reglas. En Carranza *et al.* (2006) sostuvimos que las reglas sirvieron como un referente (*benchmark*), más que como una restricción rígida, que sirvió para aminorar desvíos y mantener un sistema prudente. Creo que esta interpretación se mantiene válida.¹

5.2 Política fiscal y prociclicidad

El marco macro fiscal -incluidas las diversas reglas vistas en conjunto- intentaba que se pudieran dar ciertos déficits en los años de bajo crecimiento dentro del ciclo y superávits en los buenos años. El fin era ahorrar buena parte de los ingresos extraordinarios previstos para el año presupuestal y tener más espacio para afrontar los malos años con mayor capacidad financiera, sin la intención de adoptar medidas discrecionales de política fiscal dentro de un ciclo normal. Así, al igual que un esquema normal de reglas basado en el resultado estructural, la intención era obtener una política acíclica relativa a la política discrecional. Pero no se especificó sino

¹ Ardanez, Barreix, y Corrales (2019) realizaron un estudio contrafactual, comparando los resultados del Perú con otros países latinoamericanos con un comportamiento similar en lo fiscal antes que se adopten las reglas. Sus resultados sugieren que el Perú entre 2003 a 2015 mantuvo mayores balances fiscales en prácticamente todos los años y una deuda mucho menor que sus pares. Concluyen que las reglas ayudaron a la disciplina fiscal, aunque también reconocen que parte de sus resultados pueden reflejar las condiciones extraordinariamente favorables para el Perú en dichos años.

hasta la reforma de 2013 seguir una regla estructural estricta, atendiendo las posibles arbitrariedades y oscuridad que trae su cálculo, especialmente en tiempo real, basándose en desviaciones no observables de la brecha del producto y en precios tendenciales de las exportaciones mineras.² Por supuesto, para circunstancias críticas sí se consideraba apropiado usar medidas discrecionales utilizando la cláusula de excepción (complementado con fondos ahorrados en el Fondo de Estabilidad Fiscal), enfocando los nuevos programas en cosas posibles de revertir en el futuro (como programas de asistencia sociales o pequeñas obras públicas).

Hay que tener presente que las políticas fiscales discrecionales son difíciles de revertir al pasar de una a otra fase dentro del ciclo (no se tiene la capacidad de un manejo fino por lo menos en relación con la política monetaria), y su uso ha sido un factor en el sesgo al déficit e incluso a aumentar la prociclicidad. Como correctamente señalan Rossini, Quispe, y Loyola (2012), por los largos tiempos en diseñar e implementar las políticas fiscales (especialmente en gastos en capitales), estas mantienen una expansión fiscal una vez que la fase recesiva ha pasado, conllevando a políticas fiscales procíclicas (y con similar retraso en las bonanzas).

Históricamente, una política procíclica ha tendido a prevalecer en países no desarrollados. Son diversas las explicaciones: desde restricciones financieras en las malas épocas hasta sobre optimismo respecto a la trayectoria o presiones políticas en las buenas. Lo que queda claro es que es imposible hacer política acíclica o contracíclica que perdure si es que no se tiene confianza de los mercados o no se ha ahorrado en las buenas épocas.

Numerosos estudios han investigado sobre prociclicidad de la política fiscal discrecional peruana y su evolución en el tiempo. Presentan distintos resultados y no son concluyentes. Pero podemos agrupar sus principales resultados según el periodo de estudio. Los estudios centrados en los noventa, como Ríos (2004) y Carranza *et al.* (2006), coinciden en una cierta prociclicidad. En especial, resalta la expansión fiscal en años preelectorales, que implicaron correcciones fuertes en los años siguientes, influenciando así la prociclicidad de la política.

Por su parte, los estudios centrados en la primera década de este siglo reportan diferentes resultados entre sí. Mientras que Frankel, Végh, y Vuletin (2013) re-

² La diferencia entre un tope al déficit de 3 % en la eurozona y solo 1 % en el Perú se puede concebir porque los ingresos y gastos que se ajustan automáticamente al ciclo son bajos en una economía emergente como la peruana, estimándose en un tercio de los vigentes en Europa. Ello se explica en esencia por los más bajos ingresos fiscales en relación con el PBI y por no contar con ajustes automáticos por el lado de los gastos (básicamente, los relacionados con el desempleo). Dicho análisis no toma en cuenta la mayor fluctuación por la volatilidad en los precios de las materias primas. Si se desea hacer un ajuste por este efecto habría que también adoptar mayores restricciones en el período de *boom* de estos precios, lo que es difícil de lograr especialmente con el esquema de transferencias a gobiernos subnacionales de ingresos ligados a dichos recursos en el caso peruano.

portan que en el Perú se ha continuado con una política procíclica, estudios como Daude, Melguizo, y Neut (2011) y Lopez Murphy, Ossowski, y Villafuerte (2010) concluyen que se ha seguido en general una política bastante acíclica en este periodo. Sin embargo, hay años en los que se presentaron claras políticas procíclicas, como 2001 al tratar de corregir los altos déficits de 1999 y 2000, y los años de altos precios de las materias primas y bonanza antes de la Gran Recesión.

Estudios más recientes como Végh, Lederman, y Bennett (2017) y Rojas y Vassallo (2018) concluyen que, partiendo de cierta prociclicidad inicial, se registra una posición contracíclica después de la Gran Recesión. Este resultado reflejaría un sesgo a ser más contracíclico en épocas malas, tras lograrse una mayor confianza en el manejo macro fiscal. Ello refuerza el hecho de que adoptar una política contracíclica requiere disciplina, lo que es relevante, ya que se podría mejorar aún más el marco macro fiscal para disminuir la posible prociclicidad remanente.

5.3 Reglas e inversión pública

Como en muchos países en desarrollo, una característica de la economía peruana a lo largo de su historia fue el aumento de la inversión pública en épocas de bonanza o facilidad de crédito, seguido por menores crecimiento o reducciones en los años recesivos o de crisis. Esta política zigzagueante no contribuye a que esta inversión sea particularmente productiva. En los noventa y primeros años de este siglo todavía se continuaron presentando estos vaivenes en la inversión pública. Así, se registró una disminución de dos dígitos en términos reales en 2000 y 2001. Estas fuertes reducciones solo se fueron diluyendo con los fuertes incrementos, también de dos dígitos, a partir de 2005. Pero, dado los fuertes incrementos en el PBI a partir de 2002, la razón inversión pública sobre PBI recién vuelve a un 4.5 % en 2008, similar al registrado en promedio en los noventa. Véase la figura 3(b).

Hubo varios factores que influenciaron la significativa reducción en la inversión pública a inicios de este siglo. Mendoza, Vega, Rojas, y Anastacio (2021) muestran que la política macroeconómica jugó un papel. La fuerte expansión de 1999 (que fue contracíclica) implicó un importante crecimiento en los gastos corrientes permanentes, incluido un sustancial aumento en remuneraciones (Velarde & Rodríguez, 2001), antes que en gastos de capital. En el segundo semestre de 2000, los hacedores de política consideraron necesario adoptar una política de ajuste fuerte. Asimismo, la crisis política de finales de dicho año afectó la confianza en la economía y la nueva administración vio conveniente mantener una política austera. Me parece poco probable haber adoptado una política distinta en 2000 y 2001, dadas las carencias de fuentes de financiamiento por la poca credibilidad en los mercados en esos tiempos muy turbulentos. Así, por ejemplo, Standard & Poor's rebajó la

calificación de BB a BB– en dicho periodo, escalón claramente bajo. Se tuvo que esperar un año para emitir el primer bono en los mercados internacionales. Es a partir de 2002 que se comenzaron a incrementar los gastos públicos y a partir de 2004, las inversiones públicas.

Ese periodo nos trae algunas lecciones. Primero, una política contracíclica (como la intentada en 1999) debe estar más centrada en políticas reversibles, y no en aumentos de gastos rígidos. Segundo, sin confianza (o ahorros) es muy difícil hacer una política contracíclica en una mala época. Por lo tanto, considero improbable que se hubiera podido adoptar una regla basada en resultados estructurales dentro de un marco de cero balance o algún nivel similar en dichos años.

La inversión pública comenzó a acelerarse en dos dígitos antes de limitarse el aumento del gasto público a solo gastos corrientes del gobierno central, aplicable a partir de 2007. Hay que tener presente que la regla al aumento del gasto no financiero estuvo dispensada en 2003, 2005 y 2006. Estas dispensas hicieron que tanto el gasto corriente como de capital se incrementen con fuerza en años de aumentos en los precios de las exportaciones y reactivación económica. Así, en realidad, el cambio legal de finales de 2006 tuvo el efecto de reintroducir la regla del gasto, aunque solo limitándolo a ciertos gastos corrientes del gobierno central. Pero sí generó un efecto positivo en restringir el aumento en gastos rígidos, preocupación que existió para varios analistas. No obstante, en años posteriores, al ampliarse la exclusión de mayores gastos, la regla del gasto comenzó a hacerse inocua y no adecuada para un manejo disciplinado en épocas de bonanza.

No está en discusión la importancia de la inversión pública, en especial en infraestructura que complementa las actividades privadas. Lo que se discute es que el marco macro fiscal no desaliente estas actividades. Repasemos brevemente las consecuencias de dos posiciones que se han planteado al respecto.

Por un lado, se habla de adoptar una regla de oro: como la inversión va a aumentar los activos del gobierno, y así en teoría no afectaría el patrimonio neto del gobierno, se argumenta que no debería limitársela en el marco macro fiscal. Sin embargo, hay amplia evidencia en muchos casos donde las inversiones públicas no han traído el resultado esperado, por la mala selección de proyectos no debidamente priorizados, o por el alto costo en relación con sus beneficios, produciendo en el mediano a largo plazo un impacto negativo (multiplicador negativo). Ello se acentúa si, como es usual en estos esquemas, las inversiones se concentran especialmente en buenas épocas, en periodos cuando su multiplicador de corto plazo es más bajo y que pueden conllevar problemas de liquidez al gobierno al entrar en una fase menos favorable. Nuestra historia de los setenta y la revisión de proyectos emblemáticos recientes nos conminan a adoptar una posición por lo menos cauta al respecto.

Por otro lado, hay quienes favorecen mitigar el ciclo aumentando las inversiones públicas en las malas épocas. Estimados sugieren que el multiplicador de las inversiones es mayor a otros gastos fiscales (y también al de cambios en ingresos), especialmente en períodos de contracción económica. Lo importante es el impacto que tendrían en épocas recesivas, y para ello hay que evaluar su impacto en dicho momento o por lo menos en cuanto se diseña el paquete de reactivación, y no cuando se materializan. Desafortunadamente, como ya mencionamos, abundan los casos donde los proyectos por demoras en diseño y en implementación se realizan tarde e incluso cuando la economía ya pasó la fase recesiva (Rossini *et al.*, 2012). En el extremo, su multiplicador puede ser cero para el momento en que se requiere de dicho impulso.

Por estas razones, estoy a favor de un mecanismo que fomente la inversión pública de calidad de manera más uniforme en el tiempo, y de que se introduzcan mecanismos que limiten más (por reglas o procedimientos) los gastos rígidos que hacen menos flexible el presupuesto. El sistema de reglas introducido en 2016 va en dicha dirección al imponer un menor crecimiento en los gastos corrientes, excluyendo mantenimiento. Se puede ser más audaces en ello, pero creería que debe ser algo internalizado con normas en los sistemas de inversión y de presupuesto.

6 Retos a futuro

Obviamente no estamos en la situación de 1990, ahora existen mayores grados de libertad en la política por seguir. No se trata de presentar un recetario de lo que se debería hacer (algo que requiere amplio debate y consenso) luego de pasar la etapa crítica por la que se atraviesa. Más bien, la intención es presentar cinco consideraciones formales que creo deben ser tomadas en cuenta.

Primero, el esquema macro fiscal debería estar complementado con reformas estructurales que aumenten el crecimiento potencial de mediano y largo plazo, que no solo mantengan sino que mejoren la confianza de los agentes internos y externos, y que inicien mejoras institucionales en múltiples frentes como en la eficiencia gubernamental. Todos estos elementos ayudan en la sostenibilidad fiscal.

Segundo, es de vital importancia que el armazón fiscal por establecerse o modificarse sea serio y abiertamente discutido, internalizado por los importantes actores políticos y, de ser posible, aprobado por amplia mayoría. Este debe ser aprobado por ley y no por delegación de facultades.

Tercero, realizar y actualizar un serio análisis de sostenibilidad fiscal, que incorpore no solo asuntos de solvencia en un futuro afectado por incertidumbre y riesgos fiscales, sino también aspectos de liquidez. Los ejercicios no solo deben basarse en posibles patrones de deuda y déficit posibles, sino que deben ser com-

plementados por un análisis que trate de ver cómo se atenderán las necesidades brutas de financiamiento en un plazo de, digamos, 10 años, desagregado por diferentes tipos de acreedores. Ello podría ser el punto de partida para establecer un ancla o guía de largo aliento que dé mayor orientación sobre las metas fiscales deseadas.

Cuarto, es probable que se tengan que introducir mayores elementos de flexibilidad en el esquema; por ello, se requiere establecer mecanismos que expliciten las correcciones por desvíos de la media y así se regrese a la senda o guía deseada en cierto plazo. Aquí, el rol de un agente independiente como el Consejo Fiscal es esencial, por lo que recomiendo que se aumente su autonomía funcional y operativa; en especial, que la elección de sus miembros no solo dependa del Ejecutivo, como es actualmente. Asimismo, podrían ir asumiendo mayor protagonismo, por ejemplo, realizando proyecciones base (sin cambio de política) y evaluaciones del posible impacto de modificaciones en medidas tributarias y de gasto.

Finalmente, es necesario comunicar el esquema con un mensaje claro, donde las metas sean explícitamente reflejadas en supuestos realistas, con la debida sustentación, y con los amortiguadores (*buffers*) con los que se tendría que contar para paliar casos extremos.

Referencias

- Ardanez, M., Barreix, A. D., & Corrales, L. F. (2019). Las reglas fiscales en América Latina. En A. D. Barreix & L. F. Corrales (Eds.), *Reglas fiscales resilientes en América Latina* (p. 1-40). Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Carranza, L., Chávez, J. F., & Valderrama, J. (2006). *La economía política del proceso presupuestario: el caso peruano* (Serie de Estudios Económicos y Sectoriales n.º RE3-06-2006). Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Daude, C., Melguizo, A., & Neut, A. (2011). Fiscal policy in Latin America: Countercyclical and sustainable? *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 5(14).
- Fondo Monetario Internacional. (1991). *Peru: Staff report for the 1991 article IV consultation and request for accumulation of rights*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Frankel, J. A., Végh, C. A., & Vuletin, G. (2013). On graduation from fiscal procyclicality. *Journal of Development Economics*, 100(1), 32-47.
- Kopits, G., & Symansky, S. A. (1998). *Fiscal policy rules* (Occasional Paper n.º 162). International Monetary Fund.

- Lopez Murphy, P., Ossowski, R., & Villafuerte, M. (2010). *Riding the roller coaster: Fiscal policies of nonrenewable resource exporters in Latin America and the Caribbean* (IMF Working Paper n.º 10/251). International Monetary Fund.
- Martinelli, C., & Vega, M. (2021). The case of Peru. En T. J. Kehoe & J. P. Nicolini (Eds.), *A monetary and fiscal history of Latin America, 1960-2017*. Minnesota: The University of Minnesota Press.
- Mendoza, W., & Anastacio, Y. (2021). *La historia fiscal del Perú: colapso, estabilización y el golpe de la COVID-19*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Mendoza, W., Vega, M., Rojas, C., & Anastacio, Y. (2021). *Fiscal rules and public investment: The case of Peru, 2000-2019* (Working Paper n.º IDB-WP-1186). InterAmerican Development Bank.
- Peschiera, J. (2002). *El plan Brady peruano. Operaciones de reducción de deuda externa 1993-1997*. Lima: Apoyo Comunicaciones.
- Rojas, C., & Vasallo, R. (2018). *Posición fiscal y ciclo económico* (Nota de Discusión n.º 001-2018-CF/ST). Secretaría Técnica del Consejo Fiscal.
- Rossini, R., Quispe, Z., & Loyola, J. (2012). Fiscal policy considerations in the design of monetary policy in Peru. En Bank for International Settlements (Ed.), *Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies* (Vol. 67, p. 253-267). Bank for International Settlements.
- Ríos, B. (2004). Perú: ¿camino hacia la sostenibilidad fiscal? En F. Jaramillo, M. Castilla, & O. Manzano (Eds.), *Sostenibilidad fiscal en la región andina. Políticas e instituciones* (p. 271-246). Caracas: Corporación Andina de Fomento.
- Velarde, J., & Rodríguez, M. (1992). *Programa económico de 1990: evaluación del primer año* (Documento de Trabajo n.º 2). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Velarde, J., & Rodríguez, M. (1994). *Programa de estabilización peruano: evaluación del periodo 1991-1993* (Documento de Trabajo n.º 18). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Velarde, J., & Rodríguez, M. (2001). *Efectos de la crisis financiera internacional en la economía peruana 1997-1998: lecciones e implicancias de política económica* (Documento de Trabajo n.º 36). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Végh, C., Lederman, D., & Bennett, F. R. (2017). *Leaning against the wind: Fiscal policy in Latin America and the Caribbean in a historical perspective*. Washington, D.C.: World Bank.
- Yamada, G. (2022). Estabilidad macroeconómica y bienestar. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamías* (p. 167-181). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.

Política y reglas fiscales: evaluación y propuestas de reforma para el Perú

KLAUS SCHMIDT-HEBBEL*

Un marco fiscal desarrollado se basa en varias instituciones fiscales que contribuyen al desempeño fiscal y macroeconómico, incluidas las reglas fiscales. Este capítulo aplica un marco analítico para evaluar la política fiscal y el desempeño de las reglas fiscales para el Perú. Se describe la evolución del marco fiscal, el diseño y las características de las reglas y el desempeño fiscales durante las últimas décadas. Luego, se presenta una evaluación empírica de cuatro hipótesis sobre el comportamiento cíclico y la sostenibilidad de las metas de las reglas fiscales. Finalmente, se presentan propuestas de política para mejorar el marco fiscal, el diseño y la operación de las reglas fiscales y la sostenibilidad de la inversión pública en el Perú.

1 Introducción

Un marco fiscal desarrollado se basa en varias instituciones fiscales que contribuyen al desempeño fiscal y macroeconómico. Desde el decenio de 1990, los países industrializados y, posteriormente, las economías emergentes han elaborado marcos de política e instituciones para fortalecer la política fiscal. Un componente clave para elaborar un marco fiscal maduro son las reglas fiscales. Estas reglas se basan en metas cuantitativas (a menudo techos, a veces mínimos) sobre niveles, ratios

* Me unen lazos al Perú desde hace décadas, marcados en gran medida por el empuje, la presencia y la participación activa en los debates de políticas públicas e investigación de nuestro querido amigo Renzo Rossini. Renzo fue un muy destacado economista y una persona maravillosa. Dedicó su vida profesional al BCRP como una fuerza de modernización, siendo muy respetado entre los banqueros centrales y la comunidad de investigadores de toda América Latina. Siempre me beneficié de su sabiduría profesional y aprecié cada vez más su personalidad. Por todo lo anterior, dedico este capítulo a la memoria de nuestro querido amigo Renzo.

Agradezco a Brigitt Bencich, Waldo Mendoza y Carlos Rojas por su amable entrega de datos fiscales y las valiosas conversaciones sobre la institucionalidad fiscal y la aplicación de las reglas fiscales en el Perú. Por último, agradezco a Martín Carrasco su sobresaliente asistencia en la investigación presentada en este capítulo.

de PBI o tasas de crecimiento del saldo presupuestario del gobierno, la deuda, los gastos y/o los ingresos. En el año 2015, 78 países tienen al menos un tipo de regla fiscal en vigor.

Las reglas fiscales se establecen para fortalecer objetivos de política clave como la estabilización macroeconómica, la sostenibilidad y solvencia fiscal, y la limitación del tamaño del Estado. La estabilidad macroeconómica se ve reforzada por el gasto público anticíclico, que podría lograrse mediante una regla de equilibrio presupuestario (*budget balance rule*, BBR), una regla de deuda (*debt rule*, DR) o una regla de gasto (*expenditure rule*, ER). La sostenibilidad fiscal y la solvencia se fortalecen limitando los niveles de déficit y deuda pública, que podrían alcanzarse mediante cualquiera de los cuatro tipos de reglas. Limitar el tamaño del gobierno se refleja mediante la adopción de límites máximos en los niveles de gastos o ingresos, persiguiendo una ER o una regla de ingresos (*revenue rule*, RR).¹

Los marcos institucionales modernos para la conducción de la política fiscal tienen como objetivo reducir los problemas que pueden surgir entre la población y las autoridades debido a la impaciencia del gobierno, la falta de representación de las generaciones futuras, la competencia electoral, la sensibilidad a los grupos de interés, la corrupción y el uso de información asimétrica y sesgada (von Hagen, 2005). Como señalan Debrun, Haune, y Kumar (2009) y Ter-Minassian (2011), para superar estas distorsiones y externalidades negativas, se sugiere adoptar un marco basado en nueve componentes: una ley de responsabilidad fiscal, un horizonte de planificación multianual, reglas para la gestión de activos y pasivos del gobierno, fondos soberanos, requisitos sobre la responsabilidad presupuestaria y la transparencia de la gestión financiera del gobierno, planificación y ejecución presupuestaria efectivas, control y auditoría externos, un consejo fiscal y, por último pero no menos importante, una regla fiscal.

Las reglas fiscales, en cualquiera de sus formas, son un componente sustancial de las instituciones fiscales de vanguardia. Estas reglas son herramientas potencialmente eficientes para contribuir a la sostenibilidad y solvencia fiscal. Sin embargo, la implementación de algunas reglas puede ser ineficiente para lograr la estabilización macroeconómica. Por ejemplo, distintas formas de una BBR pueden estar en desacuerdo con la estabilización contracíclica. Una BBR definida como una relación constante entre el objetivo de equilibrio presupuestario y el PBI corriente (es

¹ Una *budget balance rule* (BBR) o regla de balance suele definir límites numéricos al balance fiscal, sea el balance general, el estructural o el cíclicamente ajustado. Una *debt rule* (DR) o regla de deuda, establece límites cuantitativos de la deuda, generalmente en relación con el PBI. Una *expenditure rule* (ER) o regla de gasto primario, corriente o total, suele expresarse en tasas máximas de crecimiento absoluto o en relación con el PBI. Por último, una *revenue rule* (RR) o regla de ingreso fija máximos y mínimos para los ingresos fiscales.

decir, la norma del Tratado de Maastricht) induce prociclicidad en el gasto público. Una BBR definida como una relación estructural o de equilibrio presupuestario ajustado cíclicamente (*cyclically adjusted balance*, CAB) con respecto al PBI induce aciclicidad del gasto público. No obstante, una BBR definida como una relación de equilibrio presupuestario promedio con respecto al PBI durante el ciclo induce contraciclicidad del gasto público.

¿Contribuyen las reglas fiscales al buen desempeño de la política fiscal? Esta pregunta ha sido abordada por Schmidt-Hebbel y Soto (2018), quienes, con un panel mundial, estiman los efectos de tres tipos de reglas (ER, BBR y DR), utilizando medidas *de facto* y *de jure*, sobre cuatro indicadores de desempeño fiscal (ciclicidad del gasto público y equilibrio fiscal, y niveles de equilibrio fiscal y deuda pública), y controlando por otros 13 determinantes. Si bien no se obtienen efectos significativos para la BBR o DR en la prociclicidad del gasto público, este último se reduce considerablemente por la presencia de una ER. En cuanto a la solvencia fiscal, el nivel del equilibrio fiscal se eleva sustancialmente por la presencia de cualquier regla: una BBR, una DR o una ER.

En este capítulo, basado en Schmidt-Hebbel (2022), se analiza el marco institucional de la política fiscal y el diseño y desempeño de las reglas fiscales en el Perú. En los tiempos actuales de severo estrés de los presupuestos gubernamentales como resultado de la pandemia de la COVID-19 y la consiguiente disminución de la actividad económica, revisar la experiencia peruana es oportuno y esclarecedor.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera: en la segunda sección describo la evolución del marco fiscal peruano y las instituciones desde la década de 1990, con especial atención al diseño e implementación de las reglas fiscales. En la tercera sección realizo un análisis cuantitativo de las reglas fiscales y la política fiscal para el Perú. En la cuarta sección propongo, a modo de conclusión, un conjunto de reformas específicas para fortalecer el marco fiscal general, el diseño y el funcionamiento de las reglas fiscales y la sostenibilidad de la inversión pública.

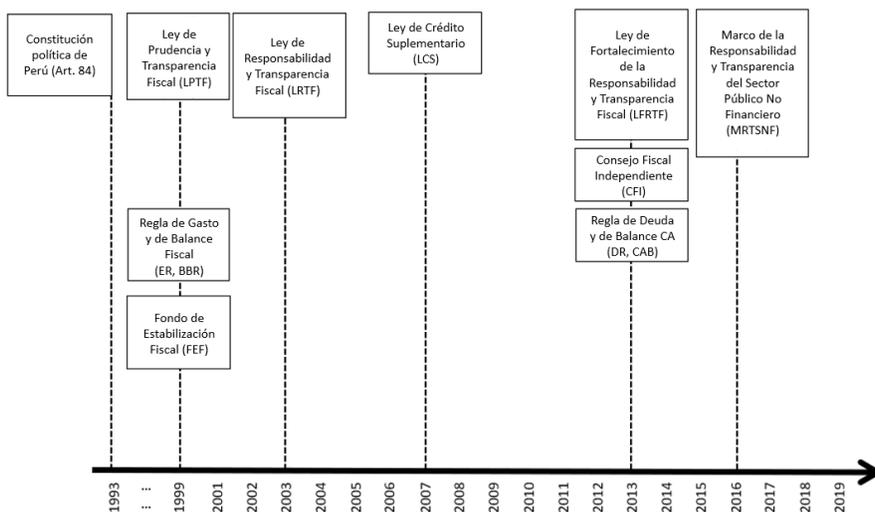
2 Marco institucional para la política fiscal en el Perú

2.1 Evolución del marco institucional de la política fiscal en el Perú

La mala gestión y la gran inestabilidad macroeconómica caracterizaron al Perú en las décadas previas a 1990. La intervención del gobierno y el dominio fiscal sobre la política monetaria para financiar los déficits públicos condujeron a la hiperinflación y al estancamiento económico. En 1990, la deuda pública del Perú era del 89 % del PBI, el déficit público era del 8 % del PBI y la hiperinflación alcanzaba el 7,482 %. Ese año, el Perú inició un programa de profunda estabilización ma-

Figura 1

Principales hitos de la evolución del marco institucional de la política fiscal, 1993 a 2019



Fuente: Elaboración propia.

croeconómica y reformas estructurales que finalmente convirtieron al Perú en una de las pocas economías exitosas de América Latina (Werner & Santos, 2015). La figura 1 presenta los principales hitos en la evolución del marco institucional de la política fiscal en el país.

Para lograr la sostenibilidad fiscal, el Perú implementó profundas reformas de su marco macroeconómico y sus políticas. En agosto de 1990 se puso en marcha un programa de estabilización macroeconómica respaldado por el Fondo Monetario Internacional (FMI). La Constitución Política de 1993 prohibió los préstamos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) al gobierno. Varios acuerdos posteriores con el FMI condujeron a un mayor ajuste macroeconómico y a reformas favorables al mercado. Debido a estos últimos cambios, el Perú disminuyó sustancialmente sus niveles de déficit y deuda pública, redujo la inflación a niveles bajos de un solo dígito y reavivó el crecimiento desde principios de la década de 1990.

En 1999, el Perú adoptó varias leyes de sostenibilidad y transparencia fiscal e instituciones de política fiscal. La Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal (LPTF) de 1999 comprendía tres componentes principales: reglas fiscales, el establecimiento de un fondo soberano y un marco macroeconómico a mediano plazo.

La LPTF ordenó la adopción de dos reglas fiscales simultáneas: una BBR (un techo para el déficit del sector público consolidado y un techo para el endeudamiento público) y una ER (un límite al crecimiento del gasto no financiero del Gobierno General). La adopción de estas reglas fiscales tuvo como objetivo alcanzar superávits fiscales en tiempos de bonanza y limitar los déficits fiscales a niveles moderados en tiempos adversos.

La adopción de una regla fiscal por parte del Perú no es consistente con la evidencia mundial, documentada en Schmidt-Hebbel y Soto (2017), sobre las condiciones que exhiben los países cuando establecen una regla. De hecho, la estabilización fiscal del Perú se encontraba todavía en una etapa temprana, ya que el país había alcanzado niveles altos y persistentes de déficit y deuda pública, la política monetaria aún no se basaba en un esquema de metas de inflación, y su nivel de desarrollo estaba por debajo de los países de ingresos medianos más altos.

Ambas reglas fiscales tenían cláusulas de escape para permitir una gestión fiscal más flexible en tiempos de emergencias o crisis. En particular, en períodos de emergencia nacional o crisis internacional o cuando haya evidencia suficiente de que el PBI real está disminuyendo o podría disminuir en el siguiente año fiscal, y a solicitud del gobierno, el Congreso podría suspender el cumplimiento de cualquiera de las dos reglas. Estas cláusulas de escape fueron modificadas por la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF) de 2003, que establecía que las reglas podían suspenderse hasta por tres años, seguidas de reducciones anuales posteriores del déficit equivalentes al 0.5 % del PBI anual.

Aunque las dos reglas imponen límites a los déficits públicos y al crecimiento del gasto, presentan ciertos problemas. En primer lugar, la BBR para el saldo fiscal efectivo es procíclica por construcción, mientras que la ER es acíclica. Ahora bien, las cláusulas de escape permiten desviaciones discrecionales de la BBR procíclicas, proporcionando espacio para hacer que la política fiscal sea acíclica. En segundo lugar, tanto las reglas como sus parámetros (en particular, los valores de sus objetivos cuantitativos) se modificaron con mucha frecuencia y, a veces, se suspendió su aplicación, desde su adopción en 2000. Otros cambios en los parámetros se debieron a variaciones en las definiciones de gastos y déficits públicos (es decir, de la cobertura del gobierno nacional a la del gobierno central, y de las medidas nominales a las reales) y a los cambios en los componentes del gasto a los que se aplica la norma.

El fondo soberano establecido por la LTPF de 1999 es el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF), el cual está adscrito al Ministro de Economía y Finanzas (MEF) y es administrado por un directorio integrado por el MEF, el presidente del BCRP y un representante elegido por el Presidente del Consejo de Ministros. El FEF es financiado con ingresos corrientes extraordinarios, un porcentaje de los ingresos

de concesiones privadas y un porcentaje de los ingresos de la privatización.² Los recursos del FEF se pueden utilizar cuando se proyecta que los ingresos del gobierno disminuirán, cuando el PBI real está cayendo o en condiciones de emergencia nacional o crisis internacional.³ Por último, la LTPF exigió la adopción de un Marco Macroeconómico Multianual (MMM) que incluyera proyecciones macroeconómicas y fiscales para un horizonte trienal, y directrices de política económica para garantizar la sostenibilidad fiscal a mediano plazo.

Durante 2001 se promulgaron varios decretos supremos (018-2001-PMC y 039-200 EF) y decretos de urgencia (035-2001 y 077-2001) que imponían una mayor transparencia en el manejo de las finanzas públicas a través del mayor y mejor acceso a la información fiscal y a las oficinas encargadas de brindar dicha información.

El Perú promulgó la Ley Base de Descentralización en julio de 2002. Esta ley incluye dos artículos relacionados con la institucionalidad fiscal, con el objetivo de asegurar la sostenibilidad fiscal de la descentralización. Un aspecto clave de esta ley es que establecía que los gobiernos regionales solo tienen derecho a emitir deuda externa con la garantía del Estado y requieren la adopción de reglas fiscales a nivel subnacional.

Entre agosto de 2002 y febrero de 2003, se promulgaron dos leyes adicionales para mejorar la transparencia de las finanzas públicas, estableciendo mecanismos para facilitar el acceso a la información fiscal y una mejora en el requisito de la ley de presupuesto para evaluar el impacto del presupuesto del gobierno.

En mayo de 2003, el Perú promulgó la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LRTF). Esta ley es similar en espíritu a la LTPF, sin embargo se especifican y aclaran algunos artículos de la LTPF. Para efectos de las reglas fiscales, el concepto de sector público consolidado se cambió a sector público no financiero (ambos engloban a todas las entidades públicas). Adicionalmente, se modificaron

² Art. 7: constituyen recursos del FEF cualquier exceso en el monto de los ingresos corrientes, expresados como un porcentaje del PBI, mayor de 0.3 % del PBI con respecto al promedio de la misma relación de los últimos 3 (tres) años. Además, el 75 % de los ingresos líquidos de cada operación de venta de activos por privatización, excluyendo los recursos destinados al Fondo Nacional de Ahorro Público; y el 50 % de los ingresos líquidos por concesiones del Estado.

³ Art. 7.2: el ahorro acumulado en el FEF no podrá exceder del 3 % del PBI. Cualquier ingreso adicional será depositado en el Fondo Consolidado de Reservas Previsionales o será destinado a reducir la deuda pública.

Art. 8: Los recursos del FEF se pueden utilizar cuando en el año fiscal correspondiente se prevea una disminución en los ingresos corrientes mayor de 0.3 %. En este caso, se podrán utilizar recursos hasta por un monto equivalente a la disminución de ingresos que exceda el límite de 0.3 % del PBI antes señalado y hasta el 40 % de los recursos de dicho fondo. Además, se pueden utilizar en situaciones de excepción previstas en el Art. 5 (emergencias nacionales o crisis internacional).

algunas reglas de financiamiento del FEF y se aumentó el valor objetivo para la ER. Luego de esta ley, en el mismo año, se agregaron dos decretos supremos que regulan las normas y la ejecución de los procedimientos establecidos en las leyes de transparencia de 2002 y 2003.

En el año 2007, el Perú promulgó la Ley de Crédito Suplementario (LCS), que modificó la LRTF de 2003 en dos dimensiones. En primer lugar, para la BBR se adoptó el alcance presupuestario del gobierno central, el cual es una medida de gobierno más estrecha que el sector público consolidado y el sector público no financiero, que había estado en vigor desde la LTPF de 1999. En segundo lugar, se limitó la aplicación de la ER únicamente al gasto público en consumo, excluyendo el gasto de inversión de la norma. Esta disposición podría, en principio, aislar la inversión pública de los cambios en los objetivos de ER y proporcionar más libertad al gobierno para utilizar la inversión pública como una herramienta de política anticíclica.

Luego, en octubre del año 2003, se promulgó La Ley para el Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LFRTF), aplicable desde 2015. Esta ley incluyó dos componentes adicionales: nuevas reglas fiscales y un Consejo Fiscal Independiente (CFI).

En particular, la LFRTF adoptó tres reglas fiscales. Una nueva regla CAB que reemplaza la BBR anterior que estuvo vigente hasta 2012, la ER previamente existente y una nueva DR. La regla CAB establece los niveles de gasto basándose en las proyecciones de ingresos ajustados cíclicamente. La regla CAB define los ingresos ajustados cíclicamente como el componente de tendencia de los ingresos reales de *commodities* no principales y los ingresos de tendencia de la minería y los hidrocarburos. El PBI potencial se estima mediante la inclusión de niveles potenciales de factores de producción en una función de producción de Cobb-Douglas, estimados mediante la aplicación del filtro de Baxter y King (1999). El objetivo de la regla CAB se estableció para el déficit del sector público no financiero en el 1 % del PBI durante dos años: 2015 y 2016. El límite de la regla CAB se superó en un 0.5 % del PBI potencial en 2015 y se cumplió en 2016.

Esta regla es una aplicación parcial de la teoría del ingreso permanente al gasto público, estableciendo un nivel objetivo para el déficit público ajustado cíclicamente. La norma se desvía de un enfoque de ingresos permanentes al aislar el gasto público solo de dos tipos de choques temporales (derivados del ciclo económico interno y de las fluctuaciones de los precios de la minería y los hidrocarburos), ignorando los choques temporales a otras variables macroeconómicas relevantes. Sin embargo, el marco del Perú es consistente con un enfoque de ingresos permanentes, al agregar a la regla CAB un DR, lo que implica efectos de retroalimentación de la posición financiera del gobierno a su nivel de gasto.

La segunda regla es la regla de crecimiento del gasto, que la LFSRT requiere que sea consistente con la regla CAB.

La tercera regla es una nueva DR, establecida para la deuda bruta total del sector público. Esta DR (adoptada en 2013 y aún vigente hasta la fecha) estableció un techo para la deuda bruta total del sector público no financiero en el 30 % del PBI. Para esta regla en particular, se introdujo una cláusula de escape adicional. Esta cláusula expresaba que, para eventos de volatilidad financiera y siempre que se cumplan las otras dos reglas, la deuda pública podría desviarse transitoriamente del techo de la deuda en un máximo del 4 % del PBI. Nótese que una DR podría inducir un sesgo procíclico; sin embargo, debido a la cláusula de escape, podría ser acíclico o incluso anticíclico. Además, el techo de la DR no se alcanzó (hasta 2019) y, por lo tanto, no ha sido restrictiva.

El segundo elemento clave de la LSFRT fue el establecimiento de un CFI, cuyo objetivo es contribuir al análisis técnico de la política fiscal, emitiendo evaluaciones sobre el cumplimiento de las reglas fiscales, las proyecciones fiscales del MEF, y la metodología para el cálculo de los ingresos ajustados cíclicamente.

Debido a problemas relacionados con las capacidades técnicas y la comunicación en la aplicación de las tres reglas fiscales vigentes durante 2015-2016, el MEF promulgó el Marco de Responsabilidad y Transparencia Fiscal para el Sector Público No Financiero (MRTF) en diciembre de 2016. Con respecto a la regla CAB establecida por la LSFRT de 2013, el MRTF la reemplazó por la anterior BBR definida por las leyes de 1999 y 2003. Esta reversión hace que la política fiscal sea más procíclica que en 2015-2016. Tanto el ER (adoptado desde 2000) como el DR (adoptado desde 2013) fueron preservados en el MRTF, por lo que el Perú tiene en vigor tres reglas fiscales a partir de 2016.

2.2 Cambios en las reglas fiscales

Debido a choques externos adversos (como la crisis financiera global) o choques internos (como el Fenómeno El Niño), las reglas fiscales del Perú han sido modificadas e incumplidas con frecuencia (Mendoza & Anastacio, 2021). En el caso de la BBR, se establecieron límites máximos (en 2000, 2003, 2004 y 2017) y se suspendió la aplicación de la regla cuatro veces (en 2001, 2002, 2009 y 2010). La ER se modificó tres veces (en 2004, 2007 y 2008) y se suspendió cuatro veces (en 2003, 2005, 2006 y 2008). Los gastos cubiertos por la ER también han sido modificados con frecuencia. Los cambios incluyeron modificaciones de la cobertura institucional, variaciones de las partidas de ingresos de los gastos no financieros a los gastos corrientes y cambios en los defactores utilizados para calcular los ingresos ajustados a la inflación. La ER se aplicó al crecimiento del gasto público

no financiero del sector público (en 2000-2004 y 2016-2017), del consumo real del sector público (en 2007-2012), del gasto público no financiero del gobierno central (en 2013-2015) y de los gastos corrientes del sector público (desde 2018).

En resumen, la adopción y la implementación de las reglas fiscales en el Perú han presentado inconsistencias en las dos décadas transcurridas desde el año 2000. En primer lugar, la existencia de tres reglas simultáneas que, de ser restrictivas, pueden conducir a restricciones presupuestarias de sobreidentificación o inconsistencias de políticas entre diferentes objetivos de reglas. En segundo lugar, hubo cambios frecuentes en la cobertura del sector público y las variables a las que se aplican las reglas. En tercer lugar, los objetivos cuantitativos de las reglas se modificaron con frecuencia. Cuarto, se impusieron límites temporales o suspensiones de las reglas. Todos estos cambios reflejan un débil cumplimiento de las reglas e importantes incoherencias intertemporales, lo que afecta a la credibilidad y, posiblemente, a la eficacia de las reglas fiscales. Por lo tanto, se requiere una reforma significativa en el diseño y la implementación de las reglas.

2.3 Desempeño fiscal bajo las reglas fiscales

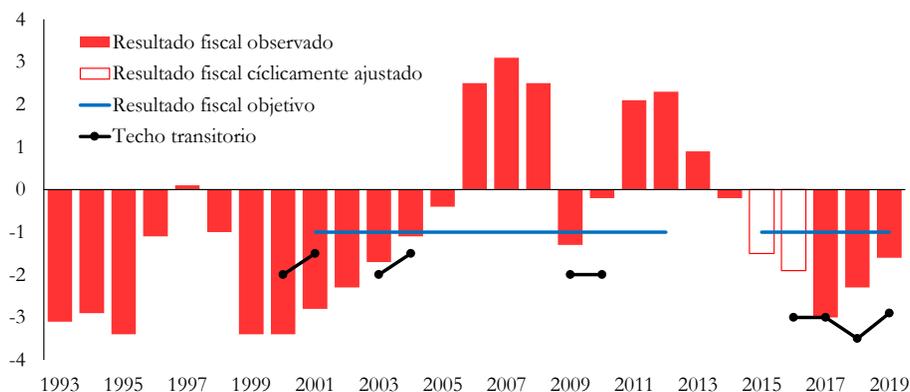
Equilibrio presupuestario

Como resultado de la profunda estabilización fiscal a principios de la década de 1990, el déficit fiscal del Perú se redujo del 6.8 % en 1990 al 1.0 % del PBI en 1996; en 1997 se alcanzó un superávit del 0.2 % del PBI. Posteriormente, los déficits comenzaron a crecer de nuevo, del 0.8 % del PBI en 1998 al 3.2 % del PBI en 1999-2000, lo que refleja la recesión interna y el aumento del gasto público tras el Fenómeno El Niño de 1997-1998.

Después de introducir la BBR en 2000, los déficits comenzaron a disminuir de nuevo. Sin embargo, para dar cabida a políticas más expansivas, en 2000-2001 y, de nuevo, en 2003-2004 se adoptaron límites máximos temporales más elevados para el objetivo de equilibrio presupuestario efectivo, superando el objetivo del 1 % del PBI. No se alcanzaron los límites máximos temporales para 2000-2001, pero se cumplieron plenamente los límites máximos para 2003-2004.

Durante la década del auge de los precios de los *commodities* (2004-2014), se registró un gran aumento en los ingresos provenientes de los mismos. Durante seis años de auge, en 2006-2008 y 2011-2013, el gobierno alcanzó un superávit fiscal anual promedio de 2.1 % del PBI, como se aprecia en la figura 2. Los pequeños déficits registrados en 2009-2010 fueron consecuencia de programas de gasto discrecional, en respuesta a la disminución temporal de los precios de las materias primas y al bajo crecimiento interno después de la crisis financiera global. Véase la figura 3.

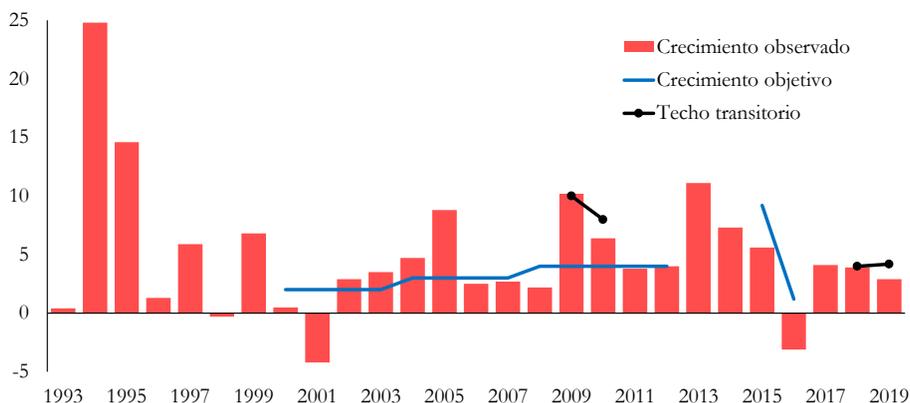
Figura 2
 Resultado fiscal, metas y techos transitorios, 1993 a 2019 (% del PBI)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú y Mendoza y Anastasio (2021). Elaboración propia.

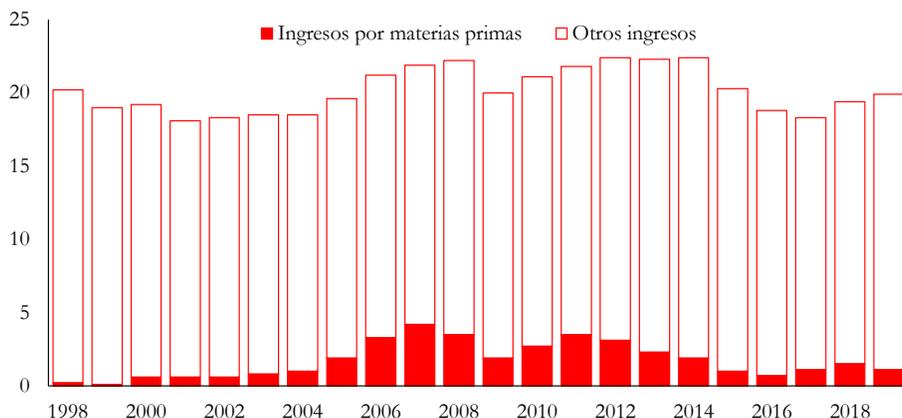
A partir de 2015, los déficits fiscales comenzaron a aumentar nuevamente. Después del corto período de la regla CAB en 2015-2016, el gobierno volvió a una BBR basada en un objetivo de déficit fiscal efectivo del 1 % del PBI. Para dar cabida a una política fiscal discrecional más expansiva, se adoptaron límites temporales

Figura 3
 Crecimiento del gasto público, metas y techos transitorios, 1993 a 2019 (variación %)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú y Mendoza y Anastasio (2021). Elaboración propia.

Figura 4
Ingresos por principales *commodities*, 1998 a 2019 (% del PBI)



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

de déficit del 3.0-3.5 % del PBI para 2016-2019. Los déficits fiscales efectivos superaron el objetivo de déficit permanente, pero no los objetivos temporales mucho más altos.

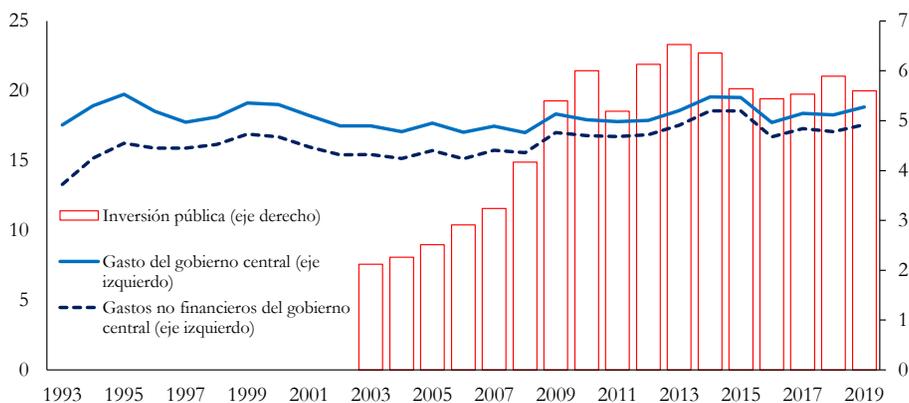
Ingresos y gastos fiscales

En la figura 4 se muestra la evolución de los ingresos por los principales *commodities* del país (cobre e hidrocarburos) y los ingresos no relacionados con los *commodities* en relación con el PBI. Mientras que el ingreso promedio no relacionado con los *commodities* es aproximadamente diez veces mayor que los ingresos por *commodities*, la desviación estándar de estos últimos es aproximadamente el doble que la de los primeros. Esto refleja la volatilidad mucho mayor del precio internacional del cobre que la del nivel del PBI, lo cual es un hecho compartido con otras economías exportadoras de materias primas como Chile y Colombia.

Solvencia fiscal: deuda bruta, deuda neta y prima de riesgo soberano

En lo referente a la deuda pública, a principios de la década de 1990, el valor y trayectoria de esta era insostenible. La estabilización macroeconómica de la década de 1990, la adopción de instituciones fiscales modernas desde el año 2000 y el auge de los *commodities* por 10 años condujeron a 25 años de bajos déficits y superávits presupuestarios. El restablecimiento de la sostenibilidad fiscal del Perú se reflejó en una reducción masiva de los niveles de la deuda pública bruta y neta en relación con el PBI. La deuda bruta disminuyó desde valores superiores al 50 % del PBI en

Figura 5
Gastos del gobierno central e inversión pública, 1993 a 2019 (% del PBI)



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

1999 a menos del 20 % en 2013, año en el que la deuda neta alcanzó apenas el 4 % del PBI. Desde entonces, la deuda pública bruta y neta tiene una tendencia al alza; la deuda bruta alcanzó el 28 % del PBI en 2019, aún por debajo del techo de deuda del 30 %. El riesgo de mercado de la deuda pública del Perú ha disminuido en conjunto; la prima de riesgo soberana ha caído del 7 % en 2000 a un mínimo histórico del 1 % en 2019. La sólida posición fiscal del Perú en 2019 es un buen punto de partida para enfrentar las consecuencias fiscales de la pandemia de la COVID-19 y la recesión interna en 2020.

Inversión pública

La figura 5 muestra la evolución de los ratios de gasto público e inversión pública como porcentajes del PBI. Cabe notar que el comportamiento del gasto fiscal es estacionario, rondando el 18 % del PBI desde 1994. Recordemos que la ER del Perú se aplica únicamente al gasto corriente, excluyendo la inversión pública de la norma desde 2007 y hasta la fecha. En los años anteriores, la inversión pública aumentó del 2 % del PBI en 2003 al 3 % en 2007; posteriormente, se duplicó de nuevo, alcanzando el 6 % del PBI en 2010. Liberar la inversión pública del techo del gasto público agregado permitió un incremento de seis veces en la inversión de capital público durante la década 2003-2013, precisamente la década del auge de los *commodities*. Este aumento masivo en el gasto de capital resultó ser una ruptura estructural permanente, ya que la inversión pública se mantuvo cerca del 5.5 % del PBI hasta 2019.

Sobre el comportamiento cíclico de la inversión pública, Mendoza y Anastacio (2021) reportan un coeficiente de correlación de 0.7 entre los componentes cíclicos de la inversión y el PBI. Esta prociclicidad es consistente con la regla de BBR (que se aplica al gasto público total), aunque la inversión pública podría haberse utilizado como una herramienta de política anticíclica estabilizadora.

Además de las reglas fiscales, existen leyes que promueven la inversión pública a nivel de gobierno subnacional. Por ejemplo, la ley de minería y gas de 2001 establece que la mitad de los impuestos pagados por los productores de minerales y gas deben ser transferidos a los gobiernos locales y regionales. Estos últimos recursos tributarios se utilizan con frecuencia para financiar la inversión pública de los gobiernos regionales y municipales.

3 Análisis cuantitativo de las reglas fiscales

En esta sección se formulan cuatro hipótesis que serán testeadas a través de dos métodos econométricos. Las hipótesis son las siguientes:

1. La meta cuantitativa de la regla fiscal responde a las condiciones cíclicas.
2. La regla fiscal se asocia con un comportamiento procíclico más débil (o anticíclico más fuerte) de la relación entre el gasto público y el PBI.
3. La regla fiscal se asocia con un comportamiento procíclico más débil (o anticíclico más fuerte) de la relación entre la inversión pública y el PBI.
4. La regla fiscal se asocia con un comportamiento procíclico más débil (o anticíclico más fuerte) de la relación entre la deuda pública y el PBI.

La primera hipótesis pone a prueba la sensibilidad del objetivo cuantitativo, establecido por el responsable político para la regla fiscal, respecto a las condiciones cíclicas. El resto de las hipótesis prueban la sensibilidad de tres variables clave de resultados fiscales - gasto público, inversión pública y deuda pública - a las condiciones cíclicas. Para esto, comparo el comportamiento antes de que se adoptara la regla fiscal correspondiente con el comportamiento en el período posterior desde que se implementó la regla.

Para todas las hipótesis utilizo dos medidas de condición cíclica consideradas por la regla fiscal: la brecha de producto interna (como medida del ciclo económico) y el precio del cobre (como medida de las condiciones externas). Además, aplico dos métodos empíricos de referencia para analizar las cuatro hipótesis anteriores: (i) estimaciones econométricas y (ii) estimaciones de vectores autorregresivos (VAR) y funciones impulso-respuesta, basadas en datos trimestrales.

Tabla 1
Definición de variables para Perú

Variable	Descripción	Medida	Fuente
Brecha de producto	(PBI efectivo - PBI tendencial) / PBI tendencial. El PBI tendencial se calcula con el filtro HP aplicado a la serie de PBI real efectivo	% PBI tendencial	BCRP
Crecimiento económico	Tasa de crecimiento del PBI real	%	BCRP
Balance fiscal efectivo	Diferencia entre ingresos y gastos fiscales	% PBI	BCRP
Precio del principal <i>commodity</i>	Se utiliza el precio del cobre reportado por la Bolsa de Metales de Londres	US\$/lb.	BCRP
Gasto fiscal	Gastos en bienes y servicios de personal, consumo y producción, intereses, subvenciones y donaciones, pensiones, inversión pública, transferencias de capital y otros	% PBI	BCRP
Inversión pública	Gasto destinado a crear, aumentar, mejorar o reponer los <i>stocks</i> de capital físico público y/o capital humano. Comprende todas las actividades de inversión realizadas por las entidades del Gobierno Central, las Empresas Públicas No Financieras y el resto del Gobierno General	% PBI	BCRP
Deuda pública neta	Corresponde a la deuda pública bruta menos el saldo en el fondo soberano	% PBI	BCRP
Meta cuantitativa de la regla fiscal	Corresponde al valor objetivo de la regla fiscal en el año t , el cual se mantiene constante para los trimestres de ese año hasta que se modifica en el cuarto trimestre, en caso de que se modifique. En los años de la suspensión, la regla fiscal utilizó la meta previa a la suspensión	% PBI	MEF
Regla fiscal	Variable <i>dummy</i> que toma el valor de 1 la fecha en que se implementa una regla fiscal a nivel nacional		Autor
Crisis financiera global	Variable <i>dummy</i> que toma valor 1 en el periodo de la Crisis Financiera Global, iniciando en el cuarto trimestre de 2008 y terminando en el cuarto trimestre de 2010		Autor

Para ambas metodologías se utilizan datos trimestrales, donde el periodo de muestra es de 1990 a 2019 y el período de la submuestra de reglas fiscales comienza en 2000. La tabla 1 presenta las variables utilizadas y las fuentes de dichas variables.

Hipótesis 1: Regresión logit multinomial de tres estados

Para analizar la hipótesis 1, se estimó un modelo logit multinomial de tres estados que cuantifica los efectos de las variables cíclicas sobre la probabilidad de aumentar, mantener o reducir el objetivo cuantitativo de la regla fiscal. Para esto, utilizo la siguiente especificación:

$$\varphi(\Delta fr_t = j) = \varphi(\alpha_0 + \alpha_1 gdp_t + \alpha_2 cp_t + e_t)$$

donde fr_t es el objetivo numérico de la norma, gdp_t es la brecha de producto, cp_t es el precio de los *commodities* relevantes y e_t es el término de perturbación. Las letras griegas representan parámetros y Δ es el operador de primera diferencia. La función φ es una función de densidad logística; donde $j = I$ cuando se aumenta el valor del objetivo de la regla, M cuando se mantiene y D cuando se reduce.

Hipótesis 2 a 4: Estimaciones econométricas

Para analizar estas hipótesis, se estiman regresiones a través de MCO para las siguientes ecuaciones en niveles y en primeras diferencias:

$$fv_t = \beta_0 + \beta_1 gdp_t + \beta_2 cp_t + \beta_3 D_t^{FR} gdp_t + \beta_4 D_t^{FR} cp_t + u_t$$

$$\Delta fv_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta gdp_t + \gamma_2 \Delta cp_t + \gamma_3 D_t^{FR} \Delta gdp_t + \gamma_4 D_t^{FR} \Delta cp_t + \nu_t$$

donde fv_t es la variable fiscal de interés (gasto público, inversión pública o deuda pública), y u_t y ν_t son términos de perturbación. D_t^{FR} es una variable *dummy* de interacción que toma un valor de 1 para el periodo en el que la regla fiscal está en vigor. Esta variable *dummy* captura cómo y cuánto han cambiado los coeficientes con la adopción de la regla fiscal. Si la variable *dummy* es estadísticamente significativa, implica que la sensibilidad de la variable fiscal a las condiciones cíclicas ha cambiado desde el inicio de la regla fiscal. La variable dependiente rezagada se agrega en cada especificación.

Hipótesis 1 a 4: Estimaciones VAR y funciones impulso-respuesta

Como alternativa al análisis econométrico anterior, se estima un VAR de tres variables para las reglas fiscales o las tres variables fiscales de interés (fr_t y fv_t), la brecha de producto (gdp_t) y el precio de *commodities* (cp_t).

Al recolectar las tres variables endógenas en el vector k -dimensional, la forma reducida del modelo VAR se puede escribir como:

$$Y_t = B(L)Y_{t-1} + U_t$$

donde $B(L)$ es el polinomio de rezago y U_t es el vector de términos de perturbación. Adicionalmente, aplico la descomposición Cholesky para ortogonalizar estos choques.

La estimación del VAR permite analizar si los choques cíclicos (medidos como choques del precio de la materia prima y la brecha del producto) generan una respuesta por parte de las cuatro variables. Por lo tanto, se estiman las funciones impulso-respuesta y se analiza el comportamiento de las variables correspondientes. A modo de ejemplo, si el gasto público reacciona negativamente (positivamente, neutralmente) a un choque positivo en la variable cíclica, esto refleja que la política fiscal es anticíclica (procíclica, acíclica).

Tabla 2
Resumen de resultados

Método	H1: Meta		H2: Gasto		H3: Inversión		H4: Deuda	
	<i>gdp</i>	<i>cp</i>	<i>gdp</i>	<i>cp</i>	<i>gdp</i>	<i>cp</i>	<i>gdp</i>	<i>cp</i>
Regresiones	X	✓	✓	X	X	X	X	~
VAR	X	X	X	X	X	X	X	X

Notas:

- (i) Para la hipótesis 1, los resultados muestran que el valor numérico de la regla presenta un:
 ✓ comportamiento cíclico (la hipótesis no es rechazada)
 ~ comportamiento débilmente cíclico (la hipótesis es débilmente rechazada)
 X comportamiento acíclico (la hipótesis se rechaza fuertemente).
- (ii) Para las hipótesis 2 a 4, los resultados muestran que la variable fiscal presenta un:
 ✓ comportamiento contracíclico (la hipótesis no es rechazada)
 ~ comportamiento débilmente contracíclica (la hipótesis es débilmente rechazada)
 X comportamiento acíclico o procíclico (la hipótesis se rechaza fuertemente).
- (iii) La variable *gdp* denota la brecha del producto; *cp*, el precio del cobre.

Para contrastar si el comportamiento de las variables fiscales ha cambiado después de la introducción de la regla fiscal, se estiman las funciones de impulso respuesta para tres periodos: el periodo de muestra completo, el periodo anterior a la introducción de la regla fiscal, y el periodo desde la introducción de la regla.

Los resultados se presentan y exploran con todo detalle en Schmidt-Hebbel (2022). En la tabla 2 se presenta un resumen cualitativo de los principales hallazgos que a continuación se discuten.

Hipótesis 1: Las reglas cuantitativas de la regla fiscal responden a condiciones cíclicas. Para el caso de la ER, se encuentra que la probabilidad de cambios en el valor objetivo no es sensible al ciclo económico interno, lo que se refleja en el coeficiente no significativo de la brecha del producto. Sin embargo, el coeficiente asociado con el precio del cobre (el *commodity* relevante) es débilmente significativo. Esto refleja que cuando el precio del cobre es más alto, es más probable que el hacedor de políticas reduzca el valor objetivo. Este comportamiento contracíclico es robusto ante las distintas especificaciones utilizadas. También hay evidencia de que la relación entre el gasto público y el PBI reduce la probabilidad de aumentar el objetivo, lo que es coherente con una postura de política anticíclica.

Respecto a la BBR, la probabilidad de cambiar el valor objetivo no se ve afectada por las condiciones cíclicas. Además, se encuentra que la relación entre el gasto

público y el PBI reduce la probabilidad de incrementar el valor objetivo de la regla, lo que es consistente con el resultado anterior. Finalmente, el análisis de los impulso-respuesta halla que, tanto para la BBR como para la regla ER, los valores objetivo no son sensibles a las condiciones cíclicas, es decir, a los choques del precio del cobre y a la brecha de producto.

Hipótesis 2: La regla fiscal se asocia a un comportamiento procíclico más débil (o anticíclico más fuerte) de la relación entre el gasto público y el PBI.

Los resultados econométricos para el gasto público del Perú reflejan que esta variable responde contracíclicamente a la brecha del producto desde el inicio de la regla fiscal, no antes. Lo contrario es cierto para el precio del cobre. Es decir, hay evidencia parcial de que el gasto público responde procíclicamente a la brecha del producto desde el inicio de la regla fiscal, mientras que no lo hizo antes. Por lo tanto, la hipótesis no se rechaza para la brecha de producto, pero sí se rechaza para el precio del cobre. Otros resultados econométricos muestran que hay evidencia parcial de que la deuda rezagada reduce el gasto público. Adicionalmente, no se detectan cambios significativos en el comportamiento y nivel del gasto público durante el periodo de la regla fiscal en comparación con el periodo anterior a la regla.

Los resultados del VAR, por medio de la función impulso-respuesta, sugieren que el gasto público no se ve afectado por perturbaciones cíclicas internas y externas, ni en el periodo de muestreo completo ni en los subperiodos anteriores a la regla fiscal y desde su adopción en 2000.

Hipótesis 3: La regla fiscal se asocia a un comportamiento procíclico más débil (o anticíclico más fuerte) de la relación entre la inversión pública y el PBI.

Los resultados para la inversión pública muestran que esta variable responde acíclicamente con respecto a la brecha del producto, tanto en el periodo de la muestra completa como desde el inicio de la regla fiscal. La deuda pública también es insensible al precio del cobre en ambos periodos.

Existe evidencia parcial de que la deuda rezagada tiene un impacto negativo en la inversión pública. Este resultado no parece haber variado en el tiempo. Los resultados del VAR confirman, así, el comportamiento acíclico del gasto identificado por las regresiones.

Hipótesis 4: La regla fiscal se asocia a un comportamiento procíclico más débil (o anticíclico más fuerte) de la relación entre la deuda pública y el PBI.

Los resultados econométricos para la deuda pública reflejan, en la especificación donde la variable dependiente se presenta en primeras diferencias, que esta variable

exhibía contracíclicidad respecto a la brecha de producto antes de la regla fiscal, pero se volvió acíclica durante el periodo de la regla fiscal. Sin embargo, este resultado no es robusto a distintas especificaciones. De todos modos, los resultados econométricos contradicen la hipótesis nula.

En contraste, la deuda pública es anticíclica con respecto al precio del cobre desde el inicio de la regla fiscal, mientras que antes era acíclica. No obstante, esta evidencia solo se encuentra en una especificación. Adicionalmente, la dummy del periodo de regla fiscal nos muestra que la deuda pública ha aumentado entre 1.1 y 1.3 puntos porcentuales del PBI durante el periodo de la regla fiscal, en comparación con el periodo anterior a la regla, manteniendo constantes otros factores.

Los resultados del VAR para la deuda pública muestran que esta respondió contracíclicamente respecto a la brecha del producto antes de la regla fiscal y se volvió acíclica después. Con respecto al precio del cobre, la deuda se ha comportado de manera acíclica antes y después del inicio de las reglas.

4 Propuestas de reforma y conclusiones

Con los resultados hallados se establecen las siguientes propuestas:

Modificar la composición de las reglas fiscales.

Desde 2019, el Perú tiene tres reglas vigentes: una ER, una DB y una BBR. Un número excesivo de reglas fiscales conduce a una sobredeterminación de la política fiscal y a inconsistencias entre las tres distintas metas. Por lo tanto, recomiendo eliminar una de las tres reglas, el ER, y, en línea con Rossini, Quispe, y Loyola (2012), reemplazar la regla de balance fiscal efectivo (o saldo fiscal efectivo) por una regla CAB.

Dado que el Perú se ve afectado por choques derivados de los precios de las materias primas (cobre, oro, plata, entre otros), su desafío radica en estimar y proyectar los precios de mediano y largo plazo para todas estas materias primas. La experiencia peruana previa muestra que hubo dificultades técnicas para proyectar los precios a largo plazo. Sin embargo, el Perú debería volver a una regla CAB, evaluando y considerando técnicas para proyectar ingresos ajustados cíclicamente.

Evitar los frecuentes cambios en las reglas fiscales.

El Perú no solo ha cambiado con frecuencia sus reglas fiscales, sino que también ha modificado su aplicación a diferentes componentes presupuestarios. Esto ciertamente afecta su credibilidad y simplicidad. Además, se han adoptado cambios frecuentes en los valores del objetivo de las reglas; se han adoptado límites transitorios (es decir, excepciones) y se han realizado suspensiones de reglas. Por lo tanto,

se requiere un diseño simple y coherente de las dos reglas fiscales propuestas, incluida la adopción de valores de parámetros estables y la aplicación de las reglas de manera consistente en el tiempo. Por último, deben especificarse cláusulas de escape para casos excepcionales de choques muy adversos, con condiciones y plazos para retornar a los valores previos.

Promover la inversión pública y mejorar su coordinación.

La inversión pública, como se ha señalado anteriormente, está excluida de la regla de equilibrio presupuestario desde 2007. Esto tiene la desventaja teórica de no proteger la inversión pública contra choques cíclicos adversos. Sin embargo, en la práctica, la evidencia reportada anteriormente muestra que la inversión pública es acíclica. La ventaja de excluir la inversión pública de la regla fiscal es que puede proporcionar más discreción en la gestión de la inversión, permitiendo aumentar la inversión pública. Lo anterior se puede observar en el masivo incremento observado entre 2003 y 2010. Por lo tanto, recomiendo mantener la exclusión de la inversión pública de la regla fiscal.

Otro aspecto relevante de la inversión pública es que debe coordinarse entre los gobiernos nacionales y subnacionales. Cuando se utiliza la inversión pública como herramienta de política fiscal, cerca de un tercio de la inversión pública es ejecutada por el gobierno nacional y dos tercios son ejecutados por los gobiernos subnacionales. Pero a menudo la coordinación entre los gobiernos nacionales y subnacionales es deficiente. En ocasiones, cuando el gobierno nacional busca llevar a cabo una política de inversión anticíclica, los gobiernos subnacionales llevaban a cabo una política procíclica, causando un sesgo procíclico a nivel agregado. Estos conflictos de política fiscal deben evitarse mediante el establecimiento de mejores mecanismos de coordinación de la inversión.

Fortalecer el Consejo Fiscal Independiente (CFI).

La función principal del CFI peruano es contribuir al análisis técnico de la política fiscal. El CFI expresa su opinión técnica sobre el cumplimiento de las reglas fiscales, presenta las proyecciones fiscales del MMM y desarrolla la metodología para calcular los ingresos ajustados cíclicamente. Propongo una ampliación sustancial de las tareas y responsabilidades del CFI, con una expansión constante de su presupuesto y personal que complemente la introducción de una norma CAB. Recomiendo que la medición, el análisis y las propuestas para mejorar la gestión del balance general del gobierno se subcontraten al CFI y que se seleccionen los comités que proyectan los precios de los *commodities* a largo plazo y la brecha de producto. El trabajo de estos comités debe ser coordinado por el CFI del Perú.

5 Conclusiones

Un marco fiscal desarrollado se basa en varias instituciones fiscales que contribuyen al desempeño fiscal y macroeconómico. Desde la década de 1990, la adopción de reglas fiscales se ha extendido por todo el mundo. Las reglas son un componente importante de las instituciones fiscales y constituyen herramientas para contribuir a la sostenibilidad y solvencia fiscal.

En el caso del Perú, para lograr la responsabilidad fiscal, desde 1990 el gobierno implementó una serie de políticas y leyes para administrar la política fiscal. El Perú adoptó formalmente una regla fiscal de gasto y equilibrio presupuestario en 1999, adoptó una regla fiscal de deuda en 2013, promulgó una Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal en 1999, la cual creó un fondo soberano, y una Ley para Fortalecer la Responsabilidad y Transparencia Fiscal que estableció un Consejo Fiscal Independiente en 2013. Como resultado, el Perú disminuyó sustancialmente el déficit fiscal, redujo la deuda pública como porcentaje del PBI y bajó la tasa de inflación anual.

Además de describir la evolución de la institucionalidad fiscal, analizo cuatro hipótesis – a través de regresiones econométricas y a través de VARs - sobre el desempeño de las reglas fiscales: (1) la meta cuantitativa de la regla fiscal responde a las condiciones cíclicas; (2) la regla fiscal está asociada a un comportamiento procíclico más de la relación entre el gasto público total y el PBI; (3) la regla fiscal está asociada a un comportamiento procíclico más débil de la relación entre la deuda de inversión pública y el PBI; y (4) la regla fiscal está asociada a un comportamiento procíclico más débil de la relación entre la deuda pública y el PBI.

Respecto a la hipótesis 1, los resultados dependen de la regla fiscal. En particular, los resultados muestran que la BBR no responde a las condiciones del ciclo económico; sin embargo, el valor de la ER responde al precio del cobre. En cuanto a la hipótesis 2, los resultados econométricos reflejan que el gasto fiscal responde de manera contracíclica a la brecha del producto desde el inicio de la regla fiscal, no antes. Lo contrario es cierto para el precio del cobre. No obstante, los resultados del VAR muestran que el gasto público no se ve afectado por choques cíclicos internos y externos. La evidencia para la política fiscal del Perú rechaza consistentemente la hipótesis 3, lo que refleja que la inversión pública responde de manera acíclica.

Por último, respecto a la hipótesis 4, los resultados econométricos muestran que la deuda pública se comportó de manera contracíclica antes de la regla fiscal, pero se volvió acíclica durante el período de la regla fiscal, mientras que se comportó de manera contracíclica respecto del precio del cobre desde el inicio de la regla fiscal, aunque antes era acíclica. Las estimaciones del VAR rechazan la hipótesis 4.

A la luz de las ideas y hallazgos del documento, presento y ofrezco propuestas de reforma específicas para fortalecer los marcos y reglas fiscales para cada país. Propongo que el Perú modifique la composición familiar de la regla fiscal. En particular, recomiendo eliminar la ER y reemplazar la BBR de balance efectivo por una regla CAB. Asimismo, el Perú debe evitar los frecuentes cambios en las reglas fiscales, fortalecer el Consejo Fiscal Independiente, y proteger la inversión pública y mejorar su coordinación entre los gobiernos nacionales y subnacionales.

Para concluir, solo deseo resaltar que el Perú adoptó su regla fiscal de manera muy temprana, siendo un ejemplo regional de un marco institucional maduro, desde las leyes hasta el fondo soberano, pasando por el consejo fiscal y las reglas fiscales.

Sin duda, el Perú ha sido uno de los países más exitosos en América Latina en cuanto a mejorar estructuralmente su comportamiento y desempeño fiscal, lo que lo llevó a niveles muy elevados de solvencia y credibilidad. Las reglas lograron que la política fiscal no sea cíclica, consistente con su diseño. Uno quizás desearía que fuesen contracíclicas, pero ello requiere de un rediseño y un uso de cláusulas de escape consistentes.

Referencias

- Baxter, M., & King, R. G. (1999). Measuring business cycles: Approximate band-pass filters for economic time series. *Review of Economics and Statistics*, 81(4), 575-593.
- Debrun, X., Haune, D., & Kumar, M. S. (2009). Independent fiscal agencies. *Journal of Economic Surveys*, 23(1), 44-81.
- Mendoza, W., & Anastacio, Y. (2021). *La historia fiscal del Perú: colapso, estabilización y el golpe de la COVID-19*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Rossini, R., Quispe, Z., & Loyola, J. (2012). Fiscal policy considerations in the design of monetary policy in Peru. En Bank for International Settlements (Ed.), *Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies* (Vol. 67, p. 253-267). Bank for International Settlements.
- Schmidt-Hebbel, K. (2022). Fiscal policy and fiscal rules in Chile, Colombia, and Peru: Evaluation and reform proposals. En A. Arreaza & P. Sanguinetti (Eds.), *Reglas fiscales en América Latina: experiencias y lecciones*. Caracas: Corporación Andina de Fomento.
- Schmidt-Hebbel, K., & Soto, R. (2017). Fiscal rules in the world. En L. Ódor (Ed.), *Rethinking fiscal policy after the crisis* (p. 103-136). Cambridge: Cambridge University Press.

- Schmidt-Hebbel, K., & Soto, R. (2018). *Fiscal rules and fiscal performance: World evidence* (Documento de Trabajo n.º 517). Instituto de Economía. Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Ter-Minassian, T. (2011). Should Latin American countries adopt structural balance-based fiscal rules? *Revista de Economía y Estadística*, 2(July), 115-143.
- von Hagen, J. (2005). *Political economy of fiscal institutions* (Discussion Paper Series of SFB/TR 15 Governance and the Efficiency of Economic Systems n.º 149). Free University of Berlin, Humboldt University of Berlin, University of Bonn, University of Mannheim, University of Munich.
- Werner, A., & Santos, A. (Eds.). (2015). *Peru: Staying the course of economic success*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Parte III

Estabilidad, crecimiento y bienestar

Estabilidad macroeconómica y bienestar

GUSTAVO YAMADA*

La estabilidad macroeconómica conseguida en las tres últimas décadas produjo un proceso de crecimiento económico alto y sostenido en el país. Cabe preguntarse, ¿este proceso logró impactos duraderos en los indicadores de bienestar de la población peruana? Este capítulo abordará dicha pregunta a través de una revisión exhaustiva de la evidencia recopilada para el Perú en el periodo comprendido entre 1990 y 2020. Aunque son muchos los aspectos positivos de esta dinámica y son innegables varios avances en materia de bienestar social y desarrollo en las últimas tres décadas, sobre todo en lo que respecta a pobreza y movilidad social, los retos que el país enfrenta son aún considerables.

1 Introducción

Nuestra discusión parte de las turbulentas décadas de 1970 y 1980, en las que la inflación fue creciendo sin cota hasta llegar a niveles hiperinflacionarios. A este traumático episodio le sigue lo que Ortiz y Winkelried (2021) denominan un “largo camino hacia la estabilidad macroeconómica”, que se inicia con una serie de reformas estructurales en la década de 1990 que permitieron regresar a una inflación de un dígito en el año 1997, luego de veinticinco años de tener una inflación de dos, tres y hasta cuatro dígitos. De hecho, en las últimas dos décadas, la inflación promedio anual ha sido de 2.6 %, una de las más bajas y estables de América Latina, gracias al marco constitucional que le otorga independencia y un manejo técnico de la política monetaria al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), el cual le permite contar con un gran equipo técnico como consecuencia de un sistema meritocrático de acceso y ascenso en la carrera de banquero central.

El crecimiento económico fue deteriorándose como resultado del contexto de constante crisis en las décadas de 1970 y 1980, y retorna en la década de 1990

* Es para mí un honor ser parte de este homenaje a Renzo Rossini, quien desde que fui cachimbo en la UP fue un modelo por seguir y con quien compartí las labores del directorio del BCRP en los últimos años. Me honra tener la posibilidad de hacer permanentes sus contribuciones al país. Agradezco a Joaquín Armas por su apoyo en la elaboración de este capítulo.

gracias a la puesta en marcha de otras reformas estructurales detalladas en Parodi (2017; caps. 1 y 2) que, junto con la estabilidad macroeconómica, hicieron posible casi dos décadas de crecimiento sostenido en el nuevo milenio. Al observar la evolución del PBI per cápita en soles constantes puede apreciarse que el PBI per cápita en 1990 era casi el mismo que en 1960; es decir, retrocedimos treinta años debido a las crisis hiperinflacionarias. Además, recuperarnos de esta crisis nos tomó un buen tiempo, ya que recién en el año 2006 recobramos el nivel de PBI per cápita del año 1975, entonces el máximo histórico. A partir de ahí podemos hablar de un franco progreso en la economía peruana hasta el reciente suceso de crisis por la COVID-19, del cual podríamos recuperarnos con relativa rapidez si se mantienen las condiciones macroeconómicas adecuadas.

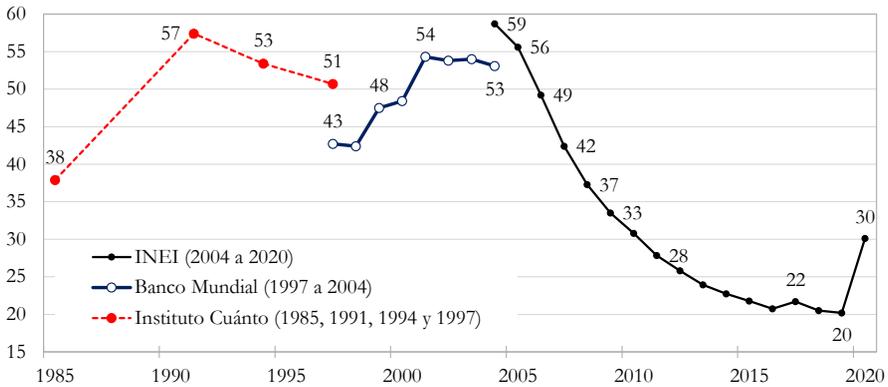
2 Pobreza

A continuación, presentaré diversas cifras que reflejan el impacto de la estabilidad y el crecimiento en algunos indicadores del bienestar. Un primer reto es reconstruir hasta donde sea posible una serie con la medición de la pobreza monetaria. Los resultados se muestran en la figura 1. El Perú fue, de hecho, uno de los primeros países en realizar esta medición como un proyecto del Banco Mundial y el Instituto Cuánto. Se empezó con las encuestas de hogares llamadas ENNIV (Encuesta Nacional de Niveles de Vida) y en el año 1985 se midió por primera vez la pobreza monetaria tal y como la conocemos ahora. Es decir, se establece una línea de pobreza que satisface las necesidades calóricas y otras necesidades básicas que luego es contrastada con la distribución del gasto de los hogares para determinar el porcentaje que se encuentra en situación de pobreza.

Como se discute en Webb, Ventocilla, y Agüero (1999), la primera medición mostraba que el Perú tenía una pobreza de 38 % y con la hiper crisis de finales de la década de 1980 se disparó a 57 %. Luego, con la estabilización y las reformas estructurales que se hicieron durante la primera mitad de la década de 1990, poco a poco se fue reduciendo esa incidencia hasta llegar a 51 % en 1997. Durante este lapso, las series se muestran entrecortadas en la figura 1 porque no son estrictamente comparables. Además del reto de medir el gasto de los hogares en un contexto de muy alta inflación, en ocasiones amenazas de grupos terroristas impedían que se llegara a los veinticuatro departamentos del país. Por ejemplo, en Ayacucho y en la selva rural no se captaban datos de hogares.

La segunda serie abarca de 1997 a 2004 y se construye a partir de encuestas a hogares elaboradas por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) con asistencia del Banco Mundial. Este tramo refleja las crisis de los años noventa, en especial la crisis rusa de 1998. Se aprecia un aumento significativo de la pobreza

Figura 1
Pobreza en el Perú, 1985 a 2020



Fuente: Webb *et al.* (1999), Lavado y Liendo (2020) e INEI. Elaboración propia.

a causa de la fuerte recesión que desató la crisis a finales de la década de 1990, debido a que teníamos una alta vulnerabilidad en el sector externo; en particular, existía un muy alto grado de dolarización del crédito y éramos particularmente vulnerables a la salida de capitales. Esto último generó la quiebra de bancos y cientos de empresas. En términos de pobreza, la fuerte recesión nos hizo retroceder posiblemente a niveles cercanos a los de inicios de la década.

El tercer tramo se inicia en el año 2004 y se basa en la conocida Encuesta Nacional de Hogares (Enaho) a cargo del INEI, la cual se realiza de manera continua durante el año y es comparable a lo largo del tiempo. Esta serie muestra una reducción histórica de la incidencia de la pobreza hasta llegar a 20 % en 2019. También podemos apreciar un salto del 20 al 30 % como consecuencia de la pandemia de la COVID-19. Este salto, que resultó ser inesperadamente alto, fue anticipado con bastante precisión por el estudio de Lavado y Liendo (2020).

¿Cómo nos comparamos en términos de reducción de la pobreza? Cuando la comparación es contra nosotros mismos, el desempeño ha sido sobresaliente. La pobreza ha disminuido en dos tercios entre 2004 y 2019. Sin embargo, es interesante preguntarnos cómo esta experiencia se compara con otras en el resto del mundo en esta ventana de quince años. Para realizar esta comparación, la tabla 1 muestra cálculos sobre la elasticidad pobreza crecimiento per cápita en varios países comparables con el Perú.

En el periodo comprendido entre 2004 y 2019, el Perú tiene una incidencia inicial de 59 % y culmina con 20 % de pobreza; una reducción de 39 puntos por-

Tabla 1
Elasticidades pobreza a crecimiento per cápita en países selectos

País	Periodo	Pobreza (porcentaje)				Crecimiento (%)	Elasticidad
		Inicial	Final	Δ pp	Δ %		
Perú	2004 - 2019	59	20	39	66	76	-0.86
China	2002 - 2016	81	24	57	70	235	-0.30
Vietnam	2002 - 2018	89	22	67	75	132	-0.57
Tailandia	2000 - 2015	42	7	35	83	66	-1.26
Chile	2000 - 2017	36	9	27	75	56	-1.35
México	2002 - 2018	41	23	18	44	16	-2.77

Notas: Se utiliza la línea de pobreza nacional para Chile, Tailandia y Perú y la línea de pobreza de US\$5.50 PPA del Banco Mundial para México, China y Vietnam. Δ pp es el cambio en puntos porcentuales ($59 - 20 = 39$) y Δ % es la variación porcentual ($100 \times (59 - 20)/59 = 66$). El crecimiento es real y per cápita, y se refiere al acumulado de todo el periodo en cuestión.

centuales o una disminución relativa de 66 % que son los dos tercios. Todo ello en un contexto de alto crecimiento, de 76 % de crecimiento en el PBI per cápita. Claramente, estas altas tasas de crecimiento han contribuido a reducir la pobreza. Los economistas manejamos el concepto de elasticidad pobreza-crecimiento como cualquier concepto de elasticidad: la variación porcentual en la incidencia de la pobreza ante variaciones en el crecimiento del PBI per cápita. Así, el cálculo de la elasticidad promedio es de -0.86 , lo que quiere decir que, por cada punto de crecimiento del PBI per cápita, en promedio se reduce la pobreza en 0.86, casi 1 % de incidencia en la pobreza. Esta cifra es bastante notable.

Ahora corresponde compararnos con otros países y hemos considerado algunos casos que generalmente se señalan como récords de crecimiento o reducción de la pobreza. Antes de seguir es importante anotar que hemos utilizado líneas de pobreza nacionales para los casos disponibles (Chile, Tailandia y el propio Perú) y la línea de pobreza de US\$5.50 en paridad de poder adquisitivo del Banco Mundial para los otros países (México, China y Vietnam). En el caso de China, dicha línea resulta más exigente que su línea de pobreza nacional oficial. Para ilustrar, si usáramos la línea nacional en el periodo comprendido entre 2002 y 2016, la pobreza habría sido erradicada (0 %, literalmente), lo cual no pareciera ser muy creíble. Si uno lee las declaraciones de las propias autoridades y académicos chinos, como por ejemplo reporta McDonald (2021), ellos reconocen que esa erradicación se refiere a la indigencia, a la pobreza extrema. En cambio, utilizando la línea internacional del Banco Mundial, China obtiene igualmente una sorprendente reducción de la

pobreza de China de 81 a 24 %; es decir, 57 puntos porcentuales o una disminución relativa de 70 %, un poco más que el Perú. Por tanto, sí podemos decir que hemos reducido la pobreza casi a estándares chinos, esta es una afirmación factual. No obstante, debemos tener en cuenta que China crece a tres veces el ritmo de crecimiento que tiene el Perú; esa no es una muy buena noticia para nosotros, pero con el aspecto positivo de que comparativamente nuestra elasticidad pobreza crecimiento es muy superior al estimado de -0.30 para China.

Otro ejemplo muy interesante es el de Vietnam: aunque se conoce menos que el chino, en la literatura internacional se habla mucho del “milagro vietnamita”. En efecto, Vietnam experimenta, entre 2002 y 2018, una reducción notable de 75 % de la pobreza con un crecimiento muy importante en el PBI per cápita de 132 %, y una elasticidad de -0.57 . Por otro lado, Tailandia no aparece como un país tan pujante en términos de crecimiento después de la Crisis Asiática de finales de la década de 1990, pero muestra una reducción de la pobreza de 83 % y una destacada elasticidad de -1.26 .

También tenemos dos casos latinoamericanos. En el caso chileno, entre 2000 y 2017, la disminución de la pobreza no resulta muy grande en términos absolutos, y al parecer aquí se aplicaría una suerte de “ley de rendimientos decrecientes”: es más difícil reducir la pobreza mientras menor sea su incidencia. No obstante, en términos relativos, Chile ha logrado más. Redujo en 76 % la incidencia de la pobreza con menos crecimiento, lo que indica que las políticas sociales en Chile podrían haber sido más eficaces para disminuir la pobreza que las políticas aplicadas en otros países, como por ejemplo en el Perú. La elasticidad estimada es de -1.35 . Esto, por supuesto, no explica las protestas sociales que estallaron en 2019 en el país vecino, lo que realmente se enmarca en otro tema de discusión más vinculado con aspiraciones de la clase media o quizá la precariedad de algunos de estos resultados.

Por último, el caso de México es muy curioso. Sabemos que no ha sido un caso muy espectacular en términos de crecimiento en los últimos veinte años: entre 2002 y 2018, el PBI per cápita creció “solo” 16 %. Sorprende, no obstante, su marcada reducción de pobreza, con una elasticidad de -2.77 , lo que indica que tienen políticas sociales bastante eficaces. Ciertamente, no fueron campeones de crecimiento, pero sí han registrado una reducción de pobreza interesante en los últimos años. Hacia 2018, la pobreza en México ascendía a 23 %, un poco mayor que la peruana. En resumen, con estos datos comparativos podemos afirmar que la experiencia peruana ha sido notable, una de las mayores reducciones de pobreza a nivel mundial gracias a un alto crecimiento y con una elasticidad similar a la de otros países. Ello no descarta que aún queda mucho espacio para mejorar nuestras políticas sociales y montar un combate más efectivo de la pobreza hacia adelante.

3 Movilidad social

¿Qué otras cosas sabemos y hemos aprendido en estos últimos años sobre esta problemática? Winkelried y Torres (2019) ofrecen un estudio muy interesante sobre la dinámica de la reducción de la pobreza, en donde muestran una disminución de la pobreza bastante cíclica, que se acelera con tasas de crecimiento económico mayores y se desacelera o hasta se vuelve negativa durante recesiones. Lo más revelador de este trabajo son las entradas y salidas de la pobreza, lo que nosotros vemos en los cortes transversales en realidad son la confluencia o los resultados netos de entradas y salidas de la pobreza.

En Castro, Yamada, y Medina (2021) adoptamos un enfoque similar para contribuir con esta discusión no solo en términos de mejoras absolutas, sino también en términos de movilidad social relativa, ya que parte de la discusión en el Perú y en otros países en desarrollo es que todos avanzamos cuando hay crecimiento, pero no se dan las condiciones para posibilitar saltos discretos, no hay igualdad de oportunidades en términos sociales. En particular, usamos una base de datos muy interesante, “Niños del Milenio”, que por primera vez provee una mirada longitudinal de mediano plazo a un grupo de hogares peruanos, a lo largo de varias rondas desde el principio del milenio. Con estos datos, construimos paneles de hogares que son bastante representativos y medimos un índice de su riqueza considerando todos los activos del hogar. Con ello, calculamos la matriz de transición de la riqueza entre los años 2002 y 2016 que se presenta en la tabla 2.

Tabla 2
Matriz de transición por quintiles de riqueza en Perú entre 2002 y 2016

		Posición final (2016)				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Posición inicial (2002)	Q1	52.2	27.0	11.7	4.4	2.6
	Q2	34.4	34.4	19.3	7.8	3.3
	Q3	9.6	25.6	32.2	21.6	10.1
	Q4	2.3	9.4	31.8	27.2	28.6
	Q5	0.5	2.2	16.0	26.4	54.0

Fuente: Castro *et al.* (2021). Elaboración propia.

Esta matriz muestra resultados interesantes. Tras dividir la población en quintiles, la idea es que si hubiera completa inmovilidad, es decir que todos los hogares que empezaron en el quintil i terminaron en el quintil i y no hubieran cambiado su posición relativa entre 2002 y 2016, tendríamos una matriz identidad: unos en

la diagonal y ceros en los demás elementos de la matriz. Así, cuanto más cercanos son los elementos de la diagonal a uno (cien por ciento en la tabla 2), más cercanos a la inmovilidad absoluta. Un hallazgo es que se evidencia bastante movilidad, por lo menos durante el periodo de alto crecimiento en la economía peruana. Por ejemplo, si consideramos a quienes estaban en el quintil 1 en 2002, solo la mitad se mantenía en el quintil 1 en 2016 (52.21 %) y los demás habían podido saltar al quintil 2 (27.04 %), al quintil 3 (11.03 %), al quintil 4 (4.43 %) e incluso hasta el quintil 5 (2.56 %). Puede repetirse este análisis con cada una de las filas de esta matriz y confirmar que hay bastante movilidad hacia arriba. Este resultado es realmente notable y hasta cierto punto sorprendente. Claramente se trata de otro factor positivo del alto crecimiento que ha tenido la economía peruana.

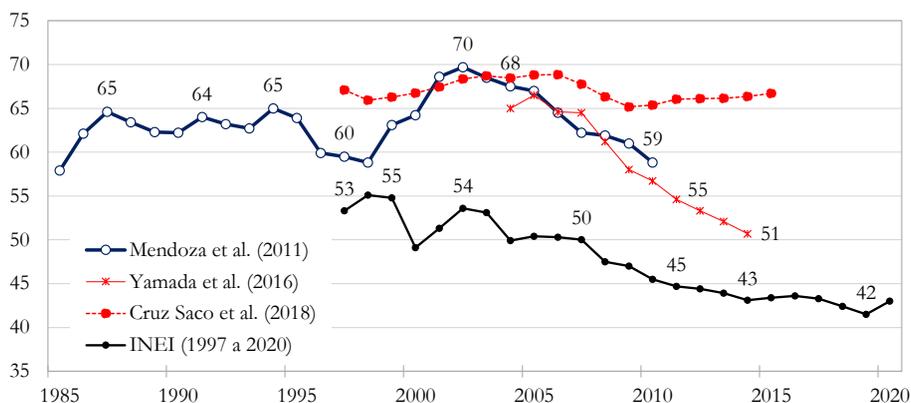
4 Desigualdad

La desigualdad en la distribución del ingreso es un tema políticamente sensible. Sabemos que es difícil reducirla, y que no es fácil medirla de manera completa. Si estimamos la desigualdad a partir de las Enaho exclusivamente, por ejemplo mediante el conocido coeficiente de Gini de los ingresos, se registra una reducción sostenida que se muestra en la figura 2: una clara disminución del coeficiente de 53 en 1997 a 42 en 2019.

Ramírez-Rondán, Terrones, y Winkelried (2020) estudian con detalle esta evolución, que es similar a la de otros índices de desigualdad, y proveen evidencia que asocia la reducción en la desigualdad con el crecimiento económico de los últimos veinte años. Asimismo, en Yamada, Castro, y Bacigalupo (2012) y Yamada, Castro, y Oviedo (2016) buscamos explicar cuánto de la reducción de la desigualdad se ha debido a mecanismos de mercado y cuánto se ha debido a transferencias públicas, como el programa Juntos. La disminución por mecanismos de mercado explica entre el 60 y el 75 % de la reducción, mientras que el resto se puede atribuir a las transferencias públicas.

No obstante, aquí no acaba la discusión. Está bien documentado que las encuestas de hogares capturan de manera insuficiente el porcentaje del ingreso nacional que en efecto obtienen los hogares más ricos, y tienden a subrepresentarlos. Por ello, se han intentado varias metodologías para corregir estas deficiencias en la Enaho, tratando de incorporar los hogares faltantes, los ingresos no contabilizados. Algunos resultados se muestran en la figura 2. En Yamada *et al.* (2012) y Yamada *et al.* (2016) empatamos los ingresos de la Enaho con las cuentas nacionales, asumiendo que los ingresos de los hogares se distribuyen como una variable log-normal, y calculamos coeficientes de Gini corregidos. Estos son, como se esperaba, mayores que los estadísticos oficiales aunque siguen mostrando una clara

Figura 2
Coeficientes de Gini en el Perú, 1985 a 2020



Fuente: Mendoza *et al.* (2011), Yamada *et al.* (2016), Cruz Saco *et al.* (2018), Lavado y Liendo (2020) e INEI. Elaboración propia.

tendencia decreciente entre 2004 y 2014. Mendoza, Leyva, y Flor (2011) efectúan cálculos con el mismo espíritu que confirman la tendencia decreciente entre 2004 y 2010, donde coinciden las muestras de estos estudios. No obstante, Cruz Saco, Seminario, y Campos (2018) realizan cálculos que indican que la desigualdad no se habría reducido. ¿Qué hay detrás de resultados tan diversos? ¿Es un problema de la función de distribución asumida (log-normal versus Pareto) o hay algo más?

A la larga, como se muestra en Winkelried y Escobar (2022), se trata de conocer qué porcentaje del ingreso total real se le atribuye, en especial, al 1 % más rico de la población, no reflejado en las encuestas de hogares. En otros países, como todos los de la OCDE y en algunos otros como Brasil, se logra estimar este coeficiente corregido de una manera que la literatura internacional acepta: complementando las encuestas de hogares con las declaraciones de impuestos de las respectivas agencias tributarias (Sunat, en el caso del Perú) para conseguir una distribución representativa para la población no rica (las encuestas de hogares) y la rica (la declaratoria de impuestos). Lamentablemente, en el Perú aún no se puede hacer esto debido a la confidencialidad de las declaraciones de Sunat, incluso tabulaciones agregadas, por lo que estamos un poco atrapados sin esos datos. En los países con mayor desigualdad del mundo, medida de manera completa, la proporción del ingreso que tiene el 1 % más rico varía entre el 20 y 30 % del ingreso total. En el Perú, con la Enaho, el 1 % más rico solamente concentra 10 % el ingreso total, lo cual está claramente subvaluado.

Winkelried y Escobar (2022) hacen un análisis de cotas y calculan la probabilidad de una reducción del coeficiente Gini en el Perú asumiendo distintos valores para la participación real del 1 % más rico en el ingreso total. Un resultado llamativo es que si la verdadera participación del ingreso del 1 % más rico (no observada) no fuera 10 %, sino 30 %, como en los casos extremos de desigualdad en el mundo como Brasil, aún en ese caso, la probabilidad de que el coeficiente Gini verdadero se haya reducido en el Perú en estos años de crecimiento se encuentra entre 85 y 90 %.

En resumen: hasta el momento, la literatura indica que en este largo periodo de crecimiento sostenido de aproximadamente dos décadas se ha conseguido una reducción de la pobreza muy importante, entre las mayores que ha habido en el mundo incluyendo tigres asiáticos y China, con fuertes señales de una disminución significativa de la desigualdad. Ello ha ocurrido además en un contexto de alta movilidad social.

5 Educación

La estabilidad macroeconómica alcanzada y el crecimiento económico producido fueron generando los recursos presupuestales necesarios para ir mejorando los servicios de educación pública, un componente básico del bienestar que reclama toda población. En esta sección presentaremos algunos indicadores. Primero veremos cifras de gasto, ¿cuánto estamos gastando en educación y cuál es el esfuerzo público al respecto?, para luego pasar a indicadores de calidad. La información sobre gasto ha sido recientemente reseñada en Díaz, Guadalupe, y Yamada (2021). La crisis económica de las décadas de 1970 y 1980 dio origen a lo que Guadalupe, Twanama, y Castro (2018) llaman la “larga noche oscura” de la educación peruana y llevó a que el gasto público anual por estudiante pasara, en términos reales (en soles de 2016), de S/ 3,161 en el año 1968 a solo S/ 848 soles en el año 1990. La buena noticia es que con estos años de crecimiento económico, mayores recursos tributarios y mayor énfasis político en el tema educativo se ha logrado más que recuperar los niveles de gasto por estudiante. Hoy en día, este gasto asciende a S/ 4,000, habiendo así superado y dejado de arrastrar los pasivos de la larga crisis de la economía peruana.

En términos de cantidad y acceso a la educación hay progresos importantes. Aquí nos enfocamos en algunos indicadores exigentes, comparando la situación de 2009 con la de 2019. Primero, el porcentaje de niños que han logrado tener completos los tres años de educación inicial aumenta de 26 a 72 %, resultado bastante notable en términos cuantitativos. En primaria, el porcentaje de niños que acabaron la primaria en lo que se llama edad normativa, a los 12 años, pasó de 68

a 89 %. Respecto a la secundaria, el porcentaje que acabó la secundaria en edad normativa aumentó de 43 a 75 %. Finalmente, en la educación superior también ha habido avances: el porcentaje de la población con educación superior completa pasó de 20 a 28 %. Estas mejoras cuantitativas reflejan el aumento del gasto.

Lamentablemente, en términos de calidad los avances han sido insuficientes. Analicemos algunas cifras de la famosa Evaluación Censal de Estudiantes (ECE) sobre el nivel de logro de estudiantes de segundo de primaria y segundo de secundaria en lenguaje y matemáticas, entre los años 2007 y 2019. En lenguaje, el promedio nacional de niños que comprenden lo que leen en segundo grado de primaria aumenta de 16 a 38 %, aunque las brechas aún son fuertes entre los segmentos urbanos y rurales. En el ámbito rural, menos de uno de cada cinco niños entiende lo que lee al final del segundo grado, en contraste con el 40 % observado en zonas urbanas. En matemáticas, la situación es todavía más dramática: a nivel nacional, menos de uno de cada cinco niños de segundo grado (17 %) puede usar las operaciones básicas matemáticas para resolver problemas sencillos; en las zonas rurales la razón es de 11 %.

Si vamos a secundaria, la realidad puede ser aún peor. A nivel nacional solo el 15 % de los adolescentes de segundo de secundaria pueden usar la comprensión lectora adecuadamente; en las zonas rurales se tiene un alarmante 2 %. En matemática, solo el 18 % puede utilizar las matemáticas esperadas en segundo grado de secundaria; en el ámbito rural dicho ratio es de uno de cada veinte estudiantes (5 %). Es decir, todo el esfuerzo hecho todavía no alcanza para dar un salto significativo en la acumulación de capital humano. Esto obviamente tiene consecuencias no solo en la equidad, sino también en la competitividad para el país futuro porque estos chicos de segundo de secundaria en tan solo cuatro años estarán en el mercado laboral o en la educación superior.

En cuanto a comparaciones internacionales, para no deprimirnos tanto, no usaré la famosa prueba PISA (*Programme for International Student Assessment*) de la OCDE que nos ubica entre los últimos lugares en el mundo, a pesar de que hay ciertas mejoras, sino que mostraré resultados de otra prueba menos conocida pero que considero más interesante desde el punto de vista de los economistas. Es la prueba PIAAC (*Programme for the International Assessment of Adult Competencies*) que también realiza la OCDE, y que mide las competencias de adultos. En el Perú se hizo la medición por primera vez en el año 2018.

Los resultados de esta prueba nos brindan buenas y malas noticias. Nos enfocamos en el puntaje del concepto de *Literacy Skills*, la habilidad de comprender lo leído y responder acertadamente preguntas sobre esta base. La buena noticia es que en un análisis por grupos etarios se aprecia que las generaciones más jóvenes de peruanos tienen más habilidades que las generaciones de mayor edad; es decir

que sí ha habido avances en acumulación de mayores habilidades. Los adultos de 24 o menos años obtienen un puntaje promedio cercano a 220, mayor que el promedio de 180 entre adultos mayores de 45 años. La mala noticia es que aún nos encontramos muy lejos de la comprensión lectora promedio de la OCDE, que está por encima de 260 puntos en comparación con el promedio nacional de menos de 200 puntos. Ello es incluso cierto en los grupos poblacionales más educados: los peruanos con educación superior universitaria y hasta maestría registran un puntaje promedio de entre 240 y 250.

En síntesis, la recuperación significativa del presupuesto educativo en términos reales, gracias al crecimiento económico, ha permitido casi universalizar la cobertura de los ciclos básicos de educación en el país (inicial, primaria, secundaria) y ampliar la matrícula en educación superior, hasta antes de la pandemia, pero la calidad del capital humano que se está formando todavía es muy insuficiente como para estar a la altura de las exigencias de un aparato productivo peruano competitivo en la actualidad y en el futuro.

6 Salud

La dramática crisis provocada por la pandemia de la COVID-19 ha puesto la mira en las precarias condiciones de atención del sistema de salud peruano. A continuación, damos cuenta de algunas de las principales tendencias en el sector. Primero, ¿qué pasó con el gasto público en salud en todos estos años de crecimiento económico? Como en el caso de educación, sí ha habido una correspondencia de mayor presupuesto público en el sector, gracias a que la economía experimentaba el auge descrito en la primera sección del documento. El gasto público real en salud pasó de S/231 per cápita (2.9 % del PBI) en 1995 a S/ 392 per cápita (2.8 % del PBI) en 2012 y a S/ 668 per cápita (3.9 % del PBI) en 2019. Estos niveles ya nos sitúan alrededor del promedio en América Latina y el Caribe, pero muy por debajo del promedio de la OCDE (6.6 % del PBI).

Se han obtenido resultados importantes con estos recursos y con la mejor situación económica de las familias peruanas. De hecho, ya hemos alcanzado algunos de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) para el sector salud en el 2030 con anticipación. La mortalidad materna por cada 100 mil nacidos vivos se redujo de 265 en la primera mitad de la década de 1990, a 185 en la segunda mitad y fue menor que la meta de 70 por primera vez en el año 2015, con 68 madres fallecidas. Análogamente, la tasa de mortalidad neonatal por cada mil nacidos vivos disminuyó de 25 en 1991 a 18 en 2000 y a menos de 10 a partir de 2007, menor que la meta de 13. También se han registrado importantes reducciones en la anemia y desnutrición en menores de cinco años. La anemia pasó de 57 % a mediados de

la década de 1990, a alrededor de 30 % en 2011. Por su parte, la desnutrición infantil bajó de 28 % en 2008 a 13 % en 2016. No obstante, como indican Barrón, Castro, y Lavado (2021), aún persisten brechas urbano-rural y se aprecia cierto estancamiento en el progreso alcanzado.

Estos indicadores favorables contrastan con realidades concretas que sufre una buena parte de la población peruana cuando se enfrenta con problemas de salud. Algunos datos reveladores que Cuba-Fuentes, Romero-Albino, Dominguez, Rojas Mezarina, y Villanueva (2018) reportaban antes de la pandemia son que en 2018 el 78 % de establecimientos de salud del primer nivel de atención contaba con infraestructura inadecuada, y el 55 % de establecimientos del primer nivel de salud no disponía de un solo médico; finalmente, a principios del año 2020, el 41 % de las provincias del país no contaba con médico en el segundo nivel de atención pública, lo que afectaba a 4.46 millones de personas.

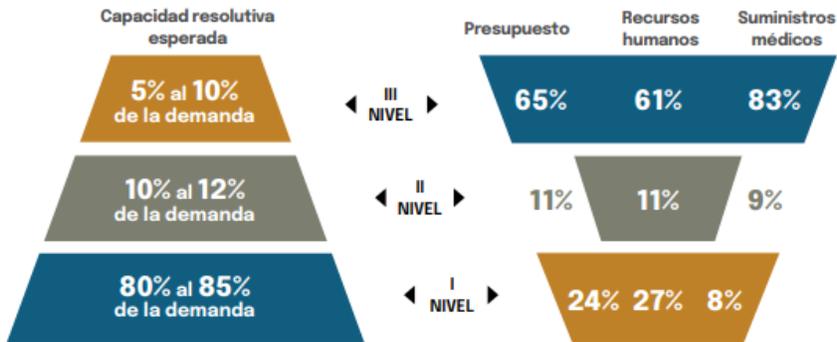
Una de las principales razones estructurales de estos problemas es el excesivo foco en el tercer nivel de atención de salud (curativa, de alta especialización y costo), cuando lo ideal sería dotar de mayores y mejores recursos al nivel primario de atención que representa el grueso de la demanda. La figura 3, elaborada por Seinfeld, Ugarte, Amaro, Salomón, y Dancuart (2021), lo muestra claramente con dos pirámides contradictorias. La pirámide de la izquierda señala la composición de la demanda (donde la base de la pirámide es el primer nivel de atención que concentra el 80 a 85 % de las necesidades de servicio), mientras que la pirámide invertida a la derecha muestra la realidad del sector: el primer nivel de atención solo cuenta con el 24 % del presupuesto del sector, 27 % de los recursos humanos y el 8 % de los suministros médicos. Hay, por tanto, mucho espacio para realizar reformas en el sector con el fin de garantizar una población sana que pueda dedicarse a la educación, al trabajo y a la tercera edad en las mejores condiciones posibles.

7 Comentarios finales

En una semblanza que escribí en memoria de Renzo Rossini (Yamada, 2021), lo catalogué como el gran héroe discreto de la economía peruana contemporánea. Sus cuatro décadas de liderazgo profesional fueron claves para la reconstrucción de la estabilidad macroeconómica de nuestro país, en el diseño e implementación de las reformas de economía de mercado y para obtener altas tasas de crecimiento económico que nos pusieran en la senda del desarrollo.

Este ensayo ha mostrado que este crecimiento repercutió positivamente en el bienestar de la población peruana. Tenemos un primer grupo de resultados altamente satisfactorios, de acuerdo con la evidencia e investigación académica recopilada. En esta categoría destaca el récord histórico de reducción de la pobreza en

Figura 3
Modelo de atención hospitalaria del subsector público en Lima Metropolitana, 2020



Fuente: Seinfeld *et al.* (2021; p. 13).

dos tercios entre 2004 y 2019, resultado comparable con varios de los casos más emblemáticos que se señalan a nivel internacional para similar periodo. Asimismo, resulta muy meritoria la novedosa evidencia de un alto grado de movilidad relativa ocurrida en este periodo de elevado crecimiento económico.

En este primer grupo de resultados ubicaríamos también al cumplimiento con anticipación de las metas sobre reducción de mortalidad materna y neonatal comprometidas como ODS para el año 2030. En esa misma línea, destacan los avances en el combate a la desnutrición y anemia infantil. Cerraría este grupo, la casi universalización de la educación básica completa para niños y adolescentes en el Perú, ya que en términos de garantizar el acceso a la educación inicial, primaria y secundaria a todos los peruanos, estamos muy cerca de considerar la tarea cumplida.

La reducción de la desigualdad en la distribución del ingreso se ubicaría en un segundo grupo pues es un logro muy significativo, aunque su nivel absoluto es todavía elevado. Como indica la literatura relevante internacional revisada por Loayza (2022) en este mismo libro, la reducción de la desigualdad no es algo que se consiga automáticamente con el crecimiento económico y, por el contrario, podría incluso incrementarse.

Por último, se encuentran los indicadores de calidad de servicio en educación y salud que, aunque existen algunas evidencias de mejora (por ejemplo, en las pruebas nacionales de aprendizajes), todavía son claramente insuficientes como para garantizar niveles de capital humano competitivos para el país y su futuro.

En mi opinión, el mejor homenaje que podemos hacer a la memoria de Renzo Rossini, además de este magnífico ciclo de conferencias y libro editado por la UP,

es acelerar la conquista del desarrollo del Perú que él siempre anheló, mediante la defensa de los pilares de la estabilidad macroeconómica, un renovado impulso de reformas sectoriales para retomar las altas tasas de crecimiento económico que tuvimos hasta hace algunos años, y mayores reformas en los sectores sociales para proveer educación y salud de calidad para todos los peruanos.

Referencias

- Barrón, M., Castro, J. F., & Lavado, P. (2021). Lucha contra la anemia a través de visitas domiciliarias en el Perú. En A. Beltrán, C. Sanborn, & G. Yamada (Eds.), *En búsqueda de un desarrollo integral: 20 ensayos en torno al Perú del bicentenario* (p. 483-510). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Castro, J. F., Yamada, G., & Medina, S. (2021). *Growing, but immobile? Relative mobility in fast-growing development countries* (mimeo). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Cruz Saco, M. A., Seminario, B., & Campos, C. (2018). Desigualdad (re) considerada: Perú 1997-2015. *Journal of Economics Finance and International Business*, 2(1), 12-52.
- Cuba-Fuentes, M. S., Romero-Albino, Z., Dominguez, R., Rojas Mezarina, L., & Villanueva, R. (2018, 10). Dimensiones claves para fortalecer la atención primaria en el Perú a cuarenta años de Alma Ata. *Anales de la Facultad de Medicina*, 79, 346-350.
- Díaz, H., Guadalupe, C., & Yamada, G. (2021). Educación peruana: avances, nudos y perspectivas. En A. Beltrán, C. Sanborn, & G. Yamada (Eds.), *En búsqueda de un desarrollo integral: 20 ensayos en torno al Perú del bicentenario* (p. 417-440). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Guadalupe, C., Twanama, W., & Castro, M. P. (2018). *La larga noche de la educación peruana: comienza a amanecer* (Documento de Discusión n.º DD1806). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Lavado, P., & Liendo, C. (2020). Covid-19, pobreza monetaria y desigualdad. *Foco Económico* (Mayo 29).
- Loayza, N. (2022). Crecimiento y pobreza. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíes* (p. 197-208). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- McDonald, J. (2021). China celebrates official end of extreme poverty, lauds Xi. *AP News* (Febrero 25).
- Mendoza, W., Leyva, J., & Flor, J. L. (2011). La distribución del ingreso en el Perú: 1980-2010. *Revista CIS*, 9(15), 27-50.

- Ortiz, M., & Winkelried, D. (2021). El largo camino hacia la estabilidad macroeconómica. En A. Beltrán, C. Sanborn, & G. Yamada (Eds.), *En búsqueda de un desarrollo integral: 20 ensayos en torno al Perú del bicentenario* (p. 27-54). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Parodi, C. (2017). *Perú 1995-2012: Cambios y continuidades*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Ramírez-Rondán, N., Terrones, M. E., & Winkelried, D. (2020). *Equalizing growth: The case of Peru* (Working Paper n.º 176). Peruvian Economic Association.
- Seinfeld, J., Ugarte, O., Amaro, C., Salomón, O., & Dancuart, A. (2021). *Cambios en el sistema de salud centrados en el ciudadano*. Lima: Consorcio de Investigación Económica y Social.
- Webb, R., Ventocilla, M., & Agüero, J. (1999). *Pobreza y economía social: análisis de una encuesta ENNIV-1997*. Lima: Instituto Cuánto.
- Winkelried, D., & Escobar, B. (2022). Declining inequality in Latin America? Robustness checks for Peru. *Journal of Economic Inequality* (en prensa).
- Winkelried, D., & Torres, J. (2019). Economic mobility along the business cycle. The case of Peru. *Applied Economics*, 51(18), 1894-1906.
- Yamada, G. (2021). Renzo Rossini, el gran héroe discreto. *Semana Económica* (Febrero 17).
- Yamada, G., Castro, J. F., & Bacigalupo, J. L. (2012). Desigualdad monetaria en un contexto de rápido crecimiento económico: el caso reciente del Perú. *Revista Estudios Económicos*, 24, 65-77. (Banco Central de Reserva del Perú)
- Yamada, G., Castro, J. F., & Oviedo, N. (2016). *Revisitando el coeficiente de Gini en el Perú: el rol de las políticas públicas en la evolución de la desigualdad* (Documento de Discusión n.º DD1606). Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.

Crecimiento y desigualdad

LUIS CARRANZA *

La relación entre crecimiento y desigualdad suscita mucho interés. Aunque esta ha sido estudiada ampliamente en la literatura económica, tanto a nivel teórico como empírico, no se ha llegado a mayores consensos. En el caso del Perú se evidencia una relación negativa entre crecimiento económico y desigualdad, a mayor crecimiento menor desigualdad, aunque esta no ha sido estable a lo largo de los últimos 30 años. En este capítulo discutimos sobre las distintas etapas de esta relación, con énfasis en las políticas públicas que la generaron y la fortalecieron, y reflexionamos sobre los nuevos desafíos teóricos para el debate futuro.

1 Introducción

En este capítulo discutimos el vínculo entre crecimiento económico y desigualdad. Primero, realizamos una breve descripción de la teoría económica detrás de la relación entre crecimiento y desigualdad. Luego, revisamos la evidencia peruana con énfasis en el canal público y en el canal privado. Dejo para la sección final mis reflexiones sobre lo que ha sido la experiencia peruana y algunas líneas de investigación futura, ya que este tema es de suma relevancia en las actuales circunstancias.

2 Crecimiento y desigualdad desde la teoría

En la teoría económica, el análisis del crecimiento económico se ha basado en la función de producción, que ha jugado un rol fundamental desde que el econo-

* En los últimos treinta años, el Perú ha tenido un gran éxito en términos de crecimiento económico y desarrollo social, con una fuerte reducción de pobreza y una menor desigualdad. Detrás de este círculo virtuoso encontramos instituciones y políticas públicas y, a su vez, detrás de estas encontramos a personas que con mucho esfuerzo, muchas a veces a costa de su bienestar personal, se dedicaron a sacar al país adelante. Renzo Rossini ocupa un lugar especial en esta constelación de estrellas. Por eso quiero agradecer a la Universidad del Pacífico y a los editores por permitirme compartir el agradecimiento que como peruano tengo por su dedicación y logros en estas décadas. Nuestro país necesita más Renzos para seguir creciendo, con menos pobreza y desigualdad.

mista Robert Solow la introdujera hace más de sesenta años (Solow, 1957). Esta función se volvió el instrumento fundamental para el análisis de largo plazo y después, con la llegada de los modelos de ciclos económicos reales, también para el corto plazo. Entonces, se consolida la idea de que el crecimiento económico depende de la combinación entre factores de producción y del progreso tecnológico. Entre los factores de producción está el capital físico, que incluye a la infraestructura pública y privada que necesitamos para generar bienes y servicios en nuestra economía. También se encuentra el factor trabajo que depende fundamentalmente de la educación y el aprendizaje que apunta a mejorar la calidad del capital humano. Por el lado del progreso tecnológico y el capital físico, los elementos críticos son el financiamiento, la promoción de inversión, la difusión de tecnología y los procesos de innovación. Si bien estas variables son importantes, al final del día, todos estos elementos dependen de las instituciones y las políticas económicas que se implementan en cada una de nuestras sociedades.

La curva de Kuznets (1955) provee el marco de análisis tradicional y fundamental de la relación entre crecimiento y desigualdad. La curva es una “U invertida” que dice que conforme vamos aumentando nuestro producto, nuestro PBI, la desigualdad irá creciendo y luego, pasado cierto nivel, el incremento de nuestro PBI va acompañado de una disminución de la desigualdad. La curva de Kuznets descansa sobre la teoría del dualismo estructural que contempla dos sectores, uno industrial y otro agrícola retrasado con abundante mano de obra. Al inicio del proceso, las ganancias aumentan mucho, pero los salarios permanecen estables, mientras la tasa de ganancia se incrementa y se registra, por tanto, una mayor acumulación de capital. Los aumentos de capital se traducen, a la larga, en incrementos salariales y disminuciones de las tasas de ganancia, dando forma a la curva de Kuznets.

En la década de 1970, ante los problemas de inflación y desempleo que no eran explicados por la teoría keynesiana, los principios de la teoría clásica vuelven a ser utilizados en el análisis macroeconómico y se empieza a cuestionar la eficiencia de las políticas que apuntaban a disminuir la desigualdad. Por ejemplo, nos dice que existen una enorme cantidad de filtraciones en estos programas que generan muchas distorsiones en la economía y no tenían impacto alguno en la reducción de la desigualdad. Además, los impuestos que se creaban para implementar estas políticas de redistribución afectaban negativamente la inversión (Okun, 1975).

Luego, podemos identificar cuatro grandes áreas de la teoría económica que intentan establecer una relación entre crecimiento y desigualdad. En primer lugar, la relación ahorro - inversión. En situaciones en las que tenemos crecimiento de ahorros, se potencia la inversión y el crecimiento en el mediano y largo plazo. En este contexto, la desigualdad, dada las propensiones marginales a consumir, favorecía una mayor acumulación de capital y, por tanto, mayor crecimiento.

La segunda área se centra en el cambio tecnológico. Aquí la relación es negativa: el crecimiento económico impulsado por el cambio tecnológico genera mayor desigualdad. Se enfatiza la relación entre el salario del trabajo calificado versus el no calificado, generando incrementos importantes en la demanda por trabajo calificado, que es relativamente escaso, de acuerdo con los cambios tecnológicos que se van presentando (Aghion, 2002).

La tercera área, la “escuela italiana”, apunta a la economía política en sus dos vertientes. Una corriente indica que a mayor desigualdad, el votante mediano elegirá mayores impuestos, que desalientan la inversión y ralentizan el crecimiento (Perotti, 1993). Otra corriente apunta a que estos impuestos pueden ser utilizados tanto en infraestructura pública, capital humano e innovación, lo que a largo plazo tendría un impacto positivo sobre el crecimiento (Saint-Paul & Verdier, 1993).

La cuarta rama apunta a los temas de activos y mercados crediticios teniendo en cuenta sus imperfecciones. Si contamos con una distribución de activos más homogénea, un mayor porcentaje de la población accederá a financiamiento para desarrollar actividades productivas. Entonces, mayor igualdad en la distribución de activos lleva a un mayor crecimiento en el mediano y largo plazo. Véase, por ejemplo, Deininger y Squire (1998)

Como podemos ver, existe una gran variedad de enfoques sustentados por datos empíricos de acuerdo con las variables, periodos y los países que se utilicen. Al final del día, lo relevante una vez que uno hace el tamizaje de todas estas teorías es que las políticas públicas son esenciales para determinar el tipo de relación que podemos tener entre el crecimiento y la desigualdad.

3 La evidencia peruana

La experiencia peruana de los últimos treinta años es muy interesante porque atraviesa tres fases, como se aprecia en la figura 1(a). Tenemos una primera fase de estabilización, que ocurre entre los años 1990 y 2002. Hay que recordar que en los años ochenta la hiperinflación no solo llevó a la destrucción de nuestra economía, sino que éramos un Estado fallido. Se hizo un gran esfuerzo por lograr la estabilización de la economía incluyendo no solo políticas macro responsables, sino fundamentalmente creando institucionalidad en nuestro país. En la fase de estabilización vivimos una alta volatilidad en las tasas de crecimiento porque nuestra economía era muy vulnerable todavía, no habíamos construido fortalezas macro.

La segunda fase es de aceleración del crecimiento, entre los años 2003 y 2011. Esta fase coincide con un importante aumento de términos de intercambio que favorece a la economía peruana. La volatilidad cae sensiblemente a pesar de que ocurre la crisis financiera global, con una importante disminución en la tasa de

Figura 1
Perú: fases de crecimiento, pobreza y desigualdad
(a) Crecimiento del PBI real (variación porcentual), 1990 a 2019



(b) Tasa de pobreza (porcentaje de la población), 1990 a 2019



(c) Coeficiente de Gini (más desigual = 100, menos desigual = 0), 1997 a 2019



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática y Banco Mundial. Elaboración propia.

crecimiento del producto en 2009. No obstante, experimentamos una recuperación inmediata, pues ya contábamos con fortalezas macro cultivadas a lo largo de más diez años y se aplicaron políticas macro prudentes en respuesta a la crisis.

Es interesante notar que en la crisis rusa de 1998 aún no teníamos esa fortaleza macro. Cuando viene el choque externo, el resultado fue dramático para la economía peruana: nuestras tasas de interés tuvieron que subir, nuestro gasto público debió contraerse y tuvimos una política fiscal fundamentalmente procíclica, lo que acentuó la caída del producto y del empleo. Para hacernos una idea de la magnitud de esta crisis, el empleo formal del año 1997 recién se recupera en el año 2004, aunque observamos una recuperación del PBI más rápida que está más asociada al inicio de importantes proyectos mineros. Si uno observa la demanda interna, las caídas eran muy importantes. En cambio, en la crisis de 2008 y 2009, la economía peruana contaba con importantes fortalezas y las tasas de interés bajaron, se implementaron programas de garantías que permitieron recuperar rápidamente el crédito de la banca comercial al sector privado y el gasto público tuvo un importante impulso, lo cual permitió recuperarnos rápidamente sin pérdidas significativas en el empleo. De hecho, el empleo creció incluso en 2009.

Finalmente, entramos a la tercera fase de moderación del crecimiento, comprendida entre los años 2012 y 2019. Aquí, mantuvimos las fortalezas macro pero la gran pregunta es ¿por qué nos desaceleramos? Puede ser porque los términos de intercambio dejaron de crecer y luego empezaron a disminuir o simplemente porque cambiamos nuestras políticas económicas. Vamos a discutir sobre este estancamiento a lo largo de este capítulo.

Respecto a la pobreza, en la figura 1(b) observamos en la primera fase de estabilización una tendencia a la reducción, pero cuando viene la crisis de finales de los años noventa, el aumento de la pobreza fue muy significativo y llegamos casi a los mismos niveles con los cuales empezamos esa década. En la fase de aceleración del crecimiento hay una disminución muy importante de la pobreza: de 55 % en 2003 a 28 % en 2011. En adelante, con la moderación del crecimiento, la pobreza siguió cayendo, pero a un ritmo menor. Entonces, es importante para la reducción de la pobreza tener baja volatilidad en el crecimiento y mantener las tasas lo más alto posible.

En cuanto a la desigualdad, utilizando el coeficiente de Gini vemos una dinámica similar en la figura 1(c). En la fase de estabilización baja la desigualdad, pero se incrementa significativamente a finales de los noventa. La desigualdad es más rígida que la pobreza, pues reacciona más lento. No obstante, igual tuvimos una reducción sostenida y significativa en el coeficiente de Gini a lo largo del tiempo. El coeficiente se estabiliza en la última fase de moderación del crecimiento.

Los grandes promedios de las últimas décadas son notables: el crecimiento promedio de 7 % de nuestra economía permitió bajar la pobreza en 3.6 puntos porcentuales y el coeficiente de desigualdad de Gini en un punto porcentual al año.

Por otro lado, es interesante compararnos con el mejor y el peor de la clase. Nuestra clase es América Latina, el alumno más adelantado es Chile y el más rezagado, Venezuela. Como se aprecia en la figura 2, la verdad no nos ha ido mal.

Para el PBI per cápita corregido por poder de compra vemos que, en la fase de estabilización, Chile nos empieza a sacar ventaja; en la fase de aceleración de crecimiento logramos reducir esa ventaja y luego Chile se modera bastante más que el Perú en la década pasada. Cuando vemos a Venezuela, lo que encontramos es una estabilidad, prácticamente no crece en los noventa. Luego de algo de volatilidad en la década de 2000 con muy buenos precios de petróleo llega a una caída estrepitosa en la década pasada.

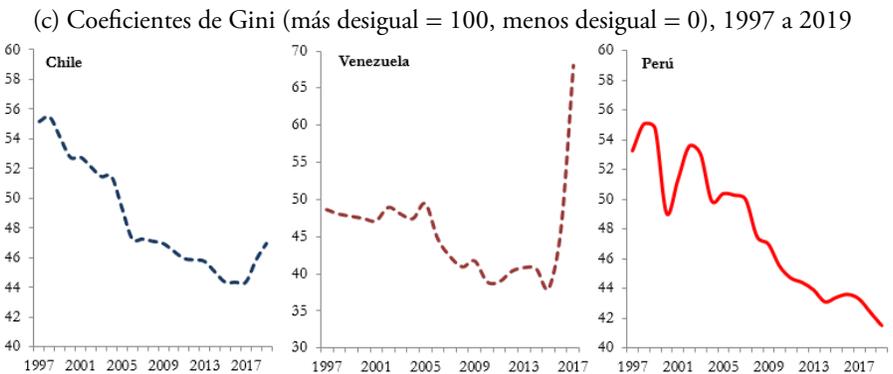
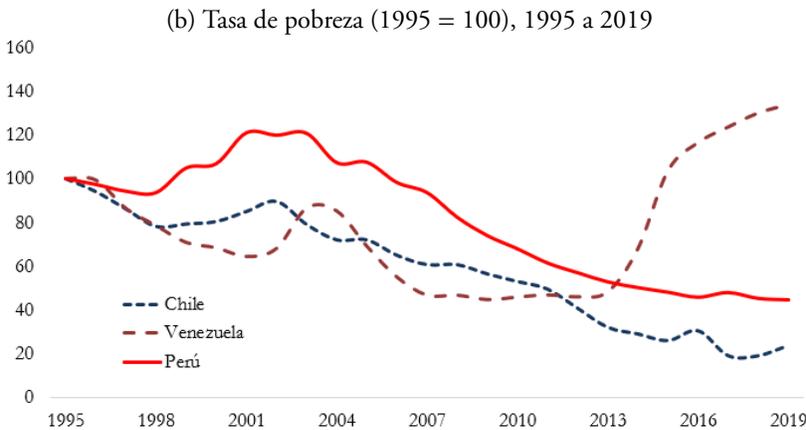
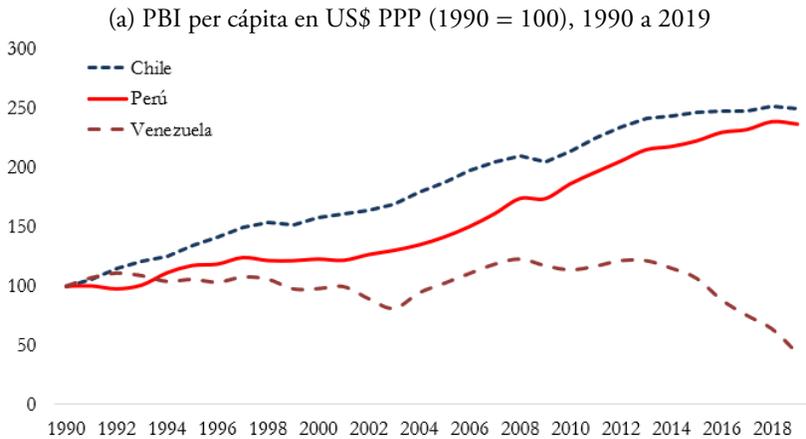
Por su parte, en la evolución de la pobreza ocurre algo similar. En el caso del Perú comparado con Chile, producto de la menor capacidad de reacción en la crisis externa del 1998, empeoramos significativamente, pero corregimos después en la fase de aceleración de crecimiento. Venezuela se mantiene relativamente mejor que el Perú, aunque la debacle a partir de 2013 destruye todo lo avanzado.

Finalmente, respecto al coeficiente Gini, una comparación rápida hace ver que al Perú le ha ido relativamente mejor que a Chile en términos de reducción de desigualdad, a pesar de que en términos de crecimiento Chile nos sacó algo de ventaja durante los treinta años. El caso de Venezuela es realmente dramático. El enorme incremento de la pobreza desde 2013 viene acompañado de un deterioro considerable de la igualdad.

3.1 El canal público

Para comprender el rol del sector público en la evolución del crecimiento y la desigualdad debemos ponerlo en el contexto de cada fase. En los noventa era fundamental la estabilidad de la economía para implementar alguna reforma importante de crecimiento de largo plazo. Lo relevante era cuadrar las cuentas fiscales y, una vez cuadradas, empezar a utilizar el gasto de capital y el gasto corriente para impulsar ambos, mayor crecimiento y menor desigualdad. El gasto corriente tiene impacto fundamentalmente en el corto plazo y el gasto de capital en el largo plazo. El gasto corriente puede presentar filtraciones si no es eficiente en la provisión de bienes y servicios públicos. Hay mucha tentación política por desperdiciar el gasto corriente y derrocharlo. No obstante, crear capacidades desde el sector público, especialmente con gasto social en educación y salud, puede potenciar el crecimiento y reducir la desigualdad de manera muy relevante.

Figura 2
Comparativo entre Perú, Chile y Venezuela



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. Elaboración propia.

¿Qué ha pasado en el canal público? Las remuneraciones del gobierno central como porcentaje del PBI nos dan indicios. En la fase de estabilización este indicador sube de 3.8 % en 1990 a 4.7 % en 2002. Veníamos de niveles remunerativos excesivamente bajos dado el efecto de la hiperinflación en los ochenta y hubo un proceso de recuperación. En la fase de aceleración de crecimiento se mantuvo control sobre la remuneración pública, lo que permitió tener una tendencia decreciente en este ratio, regresando a niveles de 3.8 % hacia finales de la década de 2010. No obstante, en la fase de moderación del crecimiento vemos cierto descontrol y una tendencia al alza en la remuneración pública que termina en 5.2 % en 2019, el máximo valor de los últimos 30 años. Lamentablemente esto no generó una mejora fundamental en la calidad de los servicios públicos.

Contamos con cifras desde 1997 del presupuesto por sectores, en especial en educación y salud. En ambos casos, el presupuesto ha crecido sostenida y significativamente. En el caso de educación, en 2019 ascendió a 3,738 soles por alumno, más de siete veces más que los menos de 500 soles por alumno de 1997. En el caso de salud, los 731 soles per cápita en 2019 son también más de siete veces más que los casi 100 soles per cápita registrados en 1997. Desafortunadamente, a pesar de estos incrementos, las mejoras en la calidad de los servicios de educación y de salud pública han sido relativamente modestas.

En el caso de la remuneración de los docentes en términos reales, ocurrió un aumento de seis veces entre 1991 y 2017. Hoy, recuperamos el nivel de poder de compra que tenían los salarios de los maestros en el año 1985, antes de la hiperinflación. Lamentablemente este esfuerzo de incrementar la remuneración real no ha sido acompañado por una mejora en la calidad de la enseñanza, en parte porque la calidad del *stock* de maestros no ha mejorado significativamente. En términos de las pruebas de comprensión lectora y matemática en segundo grado de primaria que se vienen tomando desde 2007 se presentaron mejoras a lo largo del tiempo, pero en los últimos años de nuevo hemos tenido caídas en el porcentaje de estudiantes en nivel satisfactorio en ambas pruebas. En el caso de matemáticas, en 2007, el porcentaje era 7, registra un máximo de 34 en 2016 y retrocede a 17 en 2019 (nivel similar al de 2013). En el caso de comprensión lectora, en 2007 un 16 % de alumnos obtenía el nivel satisfactorio, y en 2016 se registra el máximo de 50 %, para retroceder a 38 en 2019 (nivel similar al de 2013).

Los indicadores de salud son también sugerentes. Primero, vemos una mejora importante en la desnutrición infantil: en 1997, el 34 % de los menores de 5 años sufría de desnutrición crónica, cifra que cayó a 12 % para 2019. A pesar de los avances, estos últimos años ha habido una ralentización en la tasa de caída de la desnutrición. Segundo, también experimentamos una reducción importante en la anemia infantil: en 1997, el 64 % de menores de 35 meses sufría de anemia, cifra

que se redujo a 42 % en 2011, durante la fase de aceleración de crecimiento. Luego se estanca, y a 2019 la tasa se encuentra en 40 %. Tercero, observamos aumentos significativos en el control de crecimiento y desarrollo de infantes: mientras que en 2005 solo el 25 % de los menores de 36 meses tenían sus controles de crecimiento y desarrollo completos, en 2012 la cifra subió a 51 %. Posteriormente, encontramos incrementos sostenidos pero bastante menores en el porcentaje de niños que tienen acceso a este servicio, hasta llegar a al 62.1 % en 2019.

En temas de políticas redistributivas y transferencias, por ejemplo, vemos un crecimiento importante en el presupuesto del programa Juntos. Este pasa de 120 millones de soles en 2005 a 1,024 millones de soles en 2013. Luego se registra cierto estancamiento; el presupuesto se mantiene en cerca de 940 millones de soles desde hace algunos años.

Por el lado de infraestructura, también encontramos mejoras. El porcentaje de viviendas con acceso a la red pública de agua se incrementó de 58 % en 1990 a 61 % en 2000, a 77 % en 2010 y a 91 % en 2019. La tendencia es similar para viviendas con acceso a desagüe por red pública (52 % en 1990, 55 % en 2000, 65 % en 2010 y 72 % en 2019), y a energía eléctrica por red pública (57 % en 1993, 74 % en 2003, 88 % en 2010 y 96 % en 2019). En estos indicadores estamos cerca de alcanzar el máximo potencial, dada la dispersión poblacional del país.

Asimismo, el porcentaje de hogares en áreas rurales con alguna forma de telefonía móvil pasó de 1 % en 2003 a 63 % en 2013 y a 81 % en 2019. En hogares urbanos, estos porcentajes ascienden a 17, 88 y 95, respectivamente. Un cuello de botella es el acceso a internet, cuya falta en algunas zonas del país se hizo notar dramáticamente durante los confinamientos de la pandemia de la COVID-19. El porcentaje de hogares urbanos con acceso a internet se ha incrementado considerablemente de 2 % a 45 % en 2019, aunque el atraso aún es claro.

El gasto de capital del gobierno central fue muy bajo en la época de estabilización, tuvimos una fuerte aceleración en la época de mayor crecimiento y, a partir de la última década, hay cierto estancamiento. Este es un tema fundamental si queremos mantener el fuerte impulso del crecimiento y menor desigualdad que habíamos registrado en la economía. Un claro ejemplo es el trabajo de Webb (2013), donde se compara el incremento en el jornal agrícola en distritos de la sierra sur del país con la mejora en la infraestructura, medida como la reducción en las horas de viaje. Aquí se muestra claramente una importante correlación negativa entre estas dos variables: disminuyen las horas de viaje (de 9 en 2001 a algo más de 7 en 2006, y a 4 y media en 2011) y aumenta el jornal agrícola (de 12 soles en 2001 a 14 soles en 2006, y a un poco menos de 21 soles en 2011). Ello ilustra con elocuencia cómo los temas de infraestructura tienen un fuerte impacto en mayor crecimiento y en menor desigualdad, cuando está muy bien focalizada.

Un tema fundamental es el de las filtraciones en el gasto público. Notamos cierta incapacidad de los distintos niveles del gobierno, especialmente gobiernos subnacionales, en proveer a la ciudadanía de los bienes y servicios en la cantidad y calidad que se requiere, a pesar de la mucha mayor disponibilidad de recursos provista por el crecimiento económico. Algunos instrumentos novedosos implementados en el Perú tuvieron mucho éxito; el problema ha sido su estandarización y masificación. Uno de ellos es obras por impuestos. Varios países están replicando este instrumento donde la empresa privada ejecuta la obra a cambio de certificados que puede utilizar para descontar impuestos futuros. Los recursos son públicos, pero la operación de la ejecución de la obra es privada.

Los gobiernos subnacionales tienen escasa capacidad para poder ejecutar todos los recursos con los que cuentan, especialmente aquellos que tienen canon. El programa de obras por impuestos facilita un brazo operativo adicional. Desde que se implementó ha llegado a un poco más de 3,300 millones de soles de inversión acumulada en 2019 (de un total de 292 proyectos concluidos), una cifra relativamente pequeña en más de diez años. El tema fundamental, a pesar de las distintas modificaciones para facilitar el acceso, es la relación entre la empresa y el gobierno subnacional. Es posible que se requiera de una mayor participación del gobierno central para que las reglas de juego estén muy claras.

Otro instrumento interesante es el Programa Minero de Solidaridad con el Pueblo (PMSP) que se implementó entre 2006 y 2011. Dado los altos precios de los metales se puso una contribución voluntaria adicional a las empresas mineras, pero que no entraba a las arcas del tesoro público, sino que se quedaba en fondos locales y regionales que se ejecutarían de acuerdo con la coordinación entre la comunidad, el Estado y la empresa. Aquí también se dio una ejecución muy importante de 2,269 millones de soles en el fondo local y regional. Primero, se destaca la participación de las comunidades en la definición de las obras donde se gastaba y, segundo, la rapidez y eficiencia en la ejecución de estas obras. Cuando comparamos estos criterios con obras de infraestructura de igual calibre que realiza el gobierno en sus tres niveles, se observa una mejor eficiencia en este modelo de gasto. Entonces, es importante resaltar que se mejora la eficiencia del gasto público en términos de costos y en términos de tiempo.

3.2 El canal privado

Veamos ahora el canal privado. Hay dos aspectos que cabe enfatizar. Retomando nuestra función de producción, tenemos por un lado tecnología e inversión y por otro lado empleo, que es la gran variable que permite una disminución en la desigualdad en el mediano y largo plazo.

Además, está el tema de competencia en los mercados. Cuando los mercados no son competitivos y existe una posición de dominio, los aumentos de demanda generan incrementos de precios sin que entren otras empresas que desplacen la curva de oferta. En este caso observaremos que el precio va a estar por encima del costo medio de largo plazo, generando márgenes de ganancia por encima de la tasa económica de ganancia, es decir, de la remuneración del capital de largo plazo. En esa situación, en la cual no hay competencia en los mercados, habrá menor inversión y, por lo tanto, menor generación de empleo. Pero fundamentalmente habrán una mayor tasa de ganancia y un menor salario real que en una situación en la cual tenemos competencia en los mercados y los precios se ajustan rápidamente a incrementos en la demanda.

Veamos qué ha pasado en el Perú en el canal privado. Primero, ocurrió un crecimiento tímido en la fase de estabilización: si la inversión privada real fue 100 en 1990, ascendió a 165 en 2002. Luego, más que se triplicó en la época de aceleración de crecimiento: de 176 en 2003 a 576 en 2012. Durante la fase de moderación observamos igualmente que la inversión privada se modera: 594 en 2019. Este mecanismo de crecimiento de inversión privada, que es el mecanismo más potente de largo plazo para generar crecimiento económico y reducir la desigualdad, se estanca en los últimos años.

Para evaluar las políticas públicas en promoción de las inversiones, podemos usar el indicador *Doing Business* del Banco Mundial, que mide la facilidad para hacer negocios en el país. Entre 2006 y 2011, en la fase de aceleración, pasamos del puesto 71 al 36 en el *ranking* mundial de este indicador. En 2011 ocurre un quiebre en las políticas públicas y dejamos de mejorar significativamente en el *ranking* mundial para incluso perder el terreno ganado durante la última década. En 2019, el Perú ocupaba el puesto 68.

En términos de competencia en los mercados, refiero a un par de ejemplos. Es interesante ver el caso de telecomunicaciones con altas tasas de ganancia y, en la época de estabilización, teníamos un único gran jugador, un monopolio con fuerte regulación pública pero un monopolio al fin y al cabo. Luego, desde la fase de aceleración, vemos una fuerte competencia, cuatro empresas con distintas estrategias y distintas segmentaciones de los mercados, y la consecuente disminución de tarifas.

Otro ejemplo interesante ocurre en el mercado de créditos hipotecarios. En el sistema financiero existe una segmentación muy clara. En el caso del crédito corporativo hay una gran competencia en el sistema. Asimismo, en el caso del crédito hipotecario, gracias a reformas que se implementaron como la creación de cortes comerciales, encontramos una disminución significativa de las tasas de interés: en soles, la tasa hipotecaria promedio pasó de 16.4 % en 2001 a 9.8 %

en 2008 y a 8.1 % en 2019; en dólares, las tasas son de 12.7 %, 9.6 % y 7.0 %, respectivamente. Desafortunadamente, no vemos el mismo nivel de competencia en los segmentos de consumo y de crédito a micro y pequeña empresa. Esto lo que requiere son políticas públicas que promuevan la competencia y los instrumentos clásicos para ello no son controles en las tasas, sino garantías públicas para facilitar el acceso y estimular la competencia en estos mercados.

4 Reflexiones finales

Hemos tenido una experiencia muy exitosa en términos de reducir la pobreza y la desigualdad en estos últimos treinta años. El peso recae sobre las políticas públicas. Hay políticas públicas que promueven el crecimiento y reducen la desigualdad, como hemos visto, y hay políticas públicas que apuntan hacia una de estas variables, pero pueden empeorar la otra.

Los dos canales, tanto el público como el privado, son muy importantes. Ahora, a nivel teórico siento que falta un poco más de reflexión. Toda la relación está basada en la función de producción y, por tanto, todo lo que se discute es cómo las políticas públicas van a afectar la producción y cómo esto termina afectando la distribución de renta y cómo nos vamos moviendo en términos de la desigualdad. Debemos mirar el lado del consumo, ahí los modelos económicos usualmente, no todos pero la inmensa mayoría, toman preferencias que dependen del consumo individual de las personas. Sin embargo, lo que nosotros observamos, a través de economía del comportamiento, economía experimental y la neuroeconomía, es que a la persona no solamente le importa su consumo individual, sino su consumo relativo respecto a la sociedad. Matemáticamente, se pasa a considerar funciones de utilidad que dependen del consumo individual C_i , a funciones que dependen de un agregado tipo $(C_i)^\beta (C_i/\bar{C})^{1-\beta}$, donde β es una ponderación y \bar{C} es el nivel de consumo medio.

Ello genera dos vías de análisis. Una que sigue a la escuela italiana, mediante el mecanismo del voto, un tema que forma parte de mi agenda de investigación. En este contexto, las reformas que promueven el crecimiento pero que solo afectan a un porcentaje minoritario de la población no van a ser aprobadas en una votación porque, si bien no ha caído el consumo de la gente, el consumo relativo C_i/\bar{C} disminuye. Debe haber una compensación por lo que una manera de salir del entrapamiento y promover el crecimiento es a través de impuestos. Los impuestos, que generan luego una redistribución, permitirían mantener el mismo nivel de utilidad del segmento mayoritario no beneficiado con la reforma mientras permite al segmento beneficiado con la reforma disponer de un ingreso superior al que tenía antes de la reforma. En este caso, los impuestos tienen una relación positiva en

un primer momento con el crecimiento, ya que permiten que se implementen las reformas que impulsan el crecimiento (Carranza, 2015).

La otra vía es el mecanismo del conflicto social. Niveles de desigualdad altos, persistentes y por encima de ciertos niveles críticos tienden a generar conflictividad social, lo que afecta directamente los costos de entrada, la productividad o cualquiera variable que podamos imputarle a la función de producción. Entonces, en este escenario, las políticas redistributivas financiadas con impuestos también promueven el crecimiento y, en este primer tramo de aumento impositivo, tendríamos una relación positiva entre mayor crecimiento y menor desigualdad, como en el caso del voto. La evidencia empírica reciente publicada en Berg, Ostry, Tsangarides, y Yakhshilikov (2018) encuentra que las políticas redistributivas no reducen los niveles de crecimiento salvo, evidentemente, que estas políticas te lleven a un desequilibrio fiscal importante; de otro modo, no tienen un impacto negativo sobre el crecimiento.

En el tema del conflicto social, el modelo que planteo es muy sencillo. Se trata de un modelo de generaciones traslapadas (*overlapping generations*, OLG) sin capital, solo con mercado laboral. En él, establecemos una relación entre el salario de hoy día y el salario de mañana: $w_{t+1} = f(w_t)$. Esta relación es positiva $f'(\cdot) > 0$ y es lo que concluiría cualquier modelo de crecimiento OLG tradicional.

Si nosotros introducimos el tema de desigualdad, entonces la relación ya no es la misma porque podemos tener con una probabilidad q una situación de conflicto, con lo cual el salario futuro puede ser menor que el salario presente y, si no ocurre el conflicto, mantiene la regla que observamos en el caso anterior. Es decir, el resultado anterior $w_{t+1} = f(w_t)$ con $f'(\cdot) > 0$ ocurre con probabilidad $1 - q$ y se complementa con una relación del tipo $w_{t+1} = g(w_t)$ con $g'(\cdot) < 0$ que ocurre con probabilidad q .

El reto, por supuesto, que es en lo que estoy trabajando en estos momentos, es endogenizar la probabilidad q en función, entre otras cosas, de los niveles de desigualdad. A mayor desigualdad, mayor probabilidad de tener conflictividad social, y esto podría calzar bien con episodios como el observado en Chile en 2019.

Referencias

- Aghion, P. (2002). Schumpeterian growth theory and the dynamics of income inequality. *Econometrica*, 70(3), 855-882.
- Berg, A., Ostry, J. D., Tsangarides, C. G., & Yakhshilikov, Y. (2018). Redistribution, inequality, and growth: New evidence. *Journal of Economic Growth*, 23(3), 259-305.
- Carranza, L. (2015). *Crecimiento y desigualdad: una revisión al debate* (Cuaderno de Investigación Económica n.º 03-2015). Universidad San Martín de Porres.

- Deininger, K., & Squire, L. (1998). New ways of looking at old issues: Inequality and growth. *Journal of Development Economics*, 57(2), 259-287.
- Kuznets, S. (1955). Economic growth and income inequality. *American Economic Review*, 45(1), 1-28.
- Okun, A. M. (1975). *Equality and efficiency: The big trade-off*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- Perotti, R. (1993). Political equilibrium, income distribution, and growth. *Review of Economic Studies*, 60(4), 755-776.
- Saint-Paul, G., & Verdier, T. (1993). Education, democracy and growth. *Journal of Development Economics*, 42(2), 399-407.
- Solow, R. M. (1957). Technical change and the aggregate production function. *Review of Economics and Statistics*, 39(3), 312-320.
- Webb, R. (2013). *Conexión y despegue rural*. Lima: Instituto del Perú, Universidad San Martín de Porres.

Los vínculos entre crecimiento, desigualdad y pobreza

NORMAN LOAYZA*

¿Existe una disyuntiva entre crecimiento, desigualdad y pobreza? Este capítulo revisa la literatura teórica y empírica sobre los vínculos complejos entre estas variables. La evidencia sugiere que el crecimiento es eficaz para reducir la pobreza, aunque su impacto sobre la desigualdad es ambiguo y depende de las fuentes subyacentes del crecimiento. El impacto de la pobreza y desigualdad en el crecimiento es igualmente ambiguo, ya que canales distintos median en la relación. Sin embargo, varios mecanismos sugieren que la pobreza y la desigualdad reducirían el crecimiento, al menos a largo plazo. Las políticas públicas desempeñan un papel en la configuración de estas relaciones. Aquellas que promueven la igualdad de oportunidades podrían mejorar simultáneamente la inclusión y el crecimiento.

1 Introducción

Este capítulo trata sobre los vínculos entre crecimiento, desigualdad y pobreza. Si uno tuviera que hacer una evaluación de cuáles son las preocupaciones más grandes que tiene la gente y, en particular, los economistas, estos temas seguramente estarían entre los cinco más populares.

El material en el que baso este capítulo es una revisión profunda de la literatura con mucho trabajo de interpretación, publicada en Cerra *et al.* (2022). Mis coautores se encuentran afiliados al Fondo Monetario Internacional y yo, al Banco Mundial. Por eso, se puede decir entonces que este trabajo es el resultado de la cooperación entre ambas instituciones.

* Quisiera rendir un justo homenaje a Renzo Rossini, quien nos dejó prematuramente. Renzo, con su trabajo, su inteligencia y su capacidad desde el BCRP, ha sido uno de los artífices de la estabilidad macroeconómica que el Perú ha tenido desde los años noventa. El tema de este capítulo se basa en Cerra, Lama, y Loayza (2021, 2022) y creo que sería del gusto de Renzo, a quien tuve el gran placer de conocer y tratar en varias oportunidades y quien me honró al invitarme a participar en conferencias y seminarios del BCRP.

Las opiniones vertidas en este capítulo son de mi exclusiva responsabilidad y no reflejan necesariamente las del Banco Mundial o de otras instituciones mencionadas.

¿Qué preguntas tratamos de responder? Queremos entender cuál es la relación entre el crecimiento económico y las medidas más importantes de inclusión social de las personas: la desigualdad y la pobreza. Como es sabido, la pobreza y la desigualdad están relacionadas, pero no son iguales. Por ejemplo, un país puede salir de la pobreza y, sin embargo, mantener niveles altos de desigualdad si la gente que se beneficia más del crecimiento se ubica en los percentiles más altos del nivel de ingresos. En particular, queremos saber si el crecimiento económico ayuda a sacar a la gente de la pobreza y también queremos saber cómo afecta a la desigualdad. La relación inversa, es decir, cómo afectaría la pobreza y la desigualdad al crecimiento, es también de interés.

2 Evolución de las variables y evidencia empírica

Para empezar, quisiera hacer un breve resumen del panorama internacional relativo a cómo estas tres variables han evolucionado en las últimas cuatro décadas.

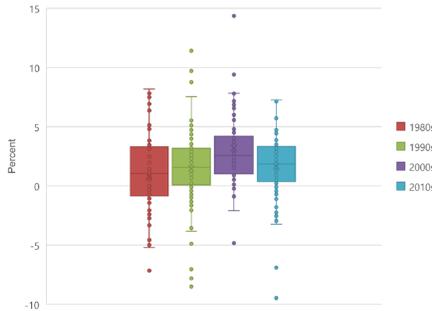
En cuanto al crecimiento económico, la figura 1(a.1) muestra estadísticas del crecimiento per cápita de las economías de medianos ingresos, entre las que se encuentra el Perú, y la figura 1(b.1) se relaciona con las economías de bajos ingresos, para cada una de las décadas desde 1980 hasta 2020. Tenemos la distribución del crecimiento per cápita que ha habido en cada una de esas décadas, donde cada punto representa un país de la economía mundial y la línea del medio es la correspondiente a la mediana. Como se puede apreciar, en las economías de medianos ingresos hubo un aumento en el crecimiento entre la década de 1980 y la de 2000 y luego una disminución en la década de 2010, después de la crisis financiera internacional. En las economías de bajos ingresos también hubo un progreso, quizás algo más notorio. Entre las décadas de 1980 y 1990, el crecimiento mediano era prácticamente cero y aumentó en la década de 2000 y más aún en la de 2010. Entonces, la historia de crecimiento, si nos concentramos en las últimas cuatro décadas, es una historia de mejora.

Junto con esta mejora en el crecimiento, las figuras 1(a.2) y 1(b.2) muestran mejoras en las tasas de pobreza. En efecto, se aprecia que en ambos grupos, medianos ingresos y bajos ingresos, la pobreza se reduce. La caída puede ser bastante considerable si uno se fija, por ejemplo, en el grupo de economías de medianos ingresos sobre todo entre los años 1990 y 2010. También destaca la disminución que ocurrió entre los años 1990 y 2010 para las economías de bajos ingresos, aunque hay bastantes diferencias y considerable heterogeneidad, que se aprecia por la dispersión que hay en cada década entre países.

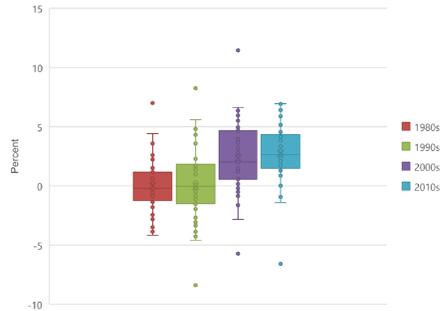
Las figuras 1(a.3) y 1(b.3) muestran la evolución de los coeficientes de Gini, una medida de desigualdad bastante conocida (cuanto más alto este coeficiente,

Figura 1
Crecimiento per cápita, pobreza y coeficiente de Gini, según nivel de ingresos y década

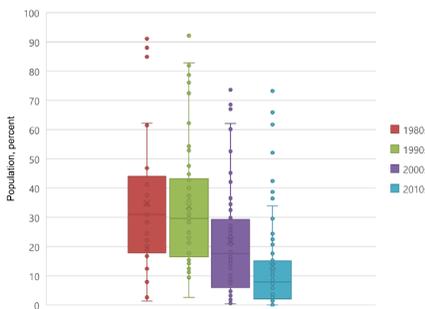
(a.1) Crecimiento, ingresos medianos



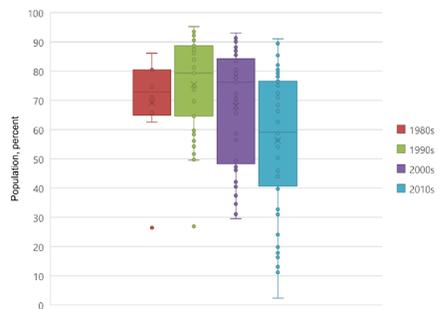
(b.1) Crecimiento, ingresos bajos



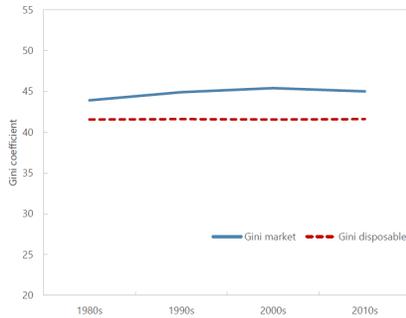
(a.2) Pobreza, ingresos medianos



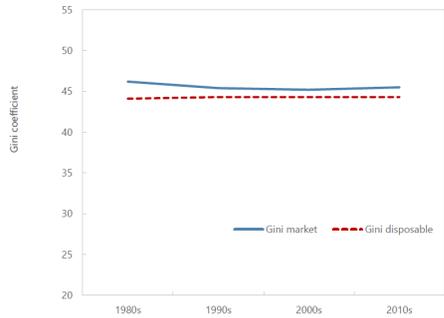
(b.2) Pobreza, ingresos bajos



(a.3) Desigualdad, ingresos medianos



(b.3) Desigualdad, ingresos bajos



Fuente: Cerra *et al.* (2022).

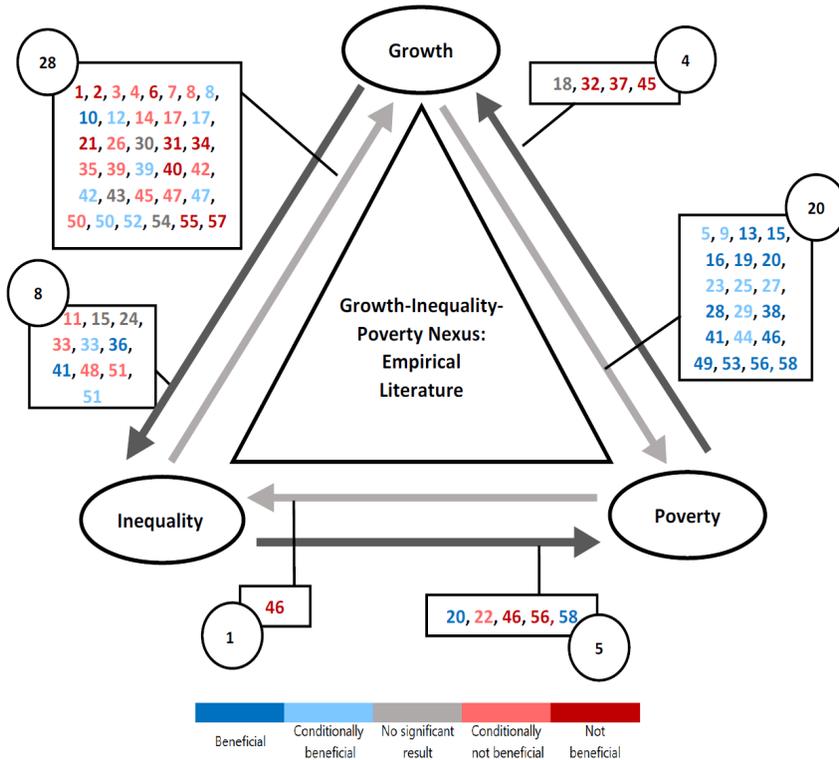
mayor la desigualdad). Aquí no se muestran las distribuciones o dispersiones entre países, sino simplemente la mediana. La línea azul es el coeficiente de Gini sin participación del Estado a través de medidas de redistribución. Se aprecia que en las economías de medianos ingresos hubo una ligera subida entre las décadas de 1980 y 2000, y luego el coeficiente que se mantiene constante. Para las economías de bajos ingresos, más bien, hubo una pequeña caída en la década de 1990, y luego una permanencia en alrededor de 45 % en el coeficiente de Gini. Las líneas punteadas grafican al coeficiente de Gini después de medidas redistributivas por parte de los Estados (impuestos y programas sociales). Es natural que la línea roja esté por debajo de la línea continua porque la redistribución se hace justamente pensando en reducir parte de la desigualdad. Las líneas punteadas casi no han cambiado en las últimas décadas en ambos grupos de países.

Lo que quiero destacar es que el crecimiento en las últimas tres décadas ha mejorado y con esa mejora la pobreza ha disminuido. Sin embargo, la desigualdad se ha mantenido más o menos constante, tanto en los países de medianos ingresos como en los países de bajos ingresos. Ese es el panorama que tenemos si vemos a estas tres variables cada una por su cuenta, pero ahora quisiera pasar a estudiar la evidencia empírica sobre los vínculos que hay entre estas tres variables.

Existe una gran diversidad en los resultados empíricos sobre la relación entre crecimiento, pobreza y desigualdad. Si bien tal diversidad puede generar confusión inicialmente, nos permite recapacitar, reflexionar y buscar qué mecanismos pueden estar explicando estas diferencias y dan riqueza, por lo tanto, a la discusión teórica que va a seguir. La figura 2 muestra un triángulo con vértices: crecimiento (*Growth*, arriba), desigualdad (*Inequality*, izquierda) y pobreza (*Poverty*, derecha). Las flechas reflejan el efecto que hay de una variable hacia la otra. Entonces, hay algún efecto que se puede considerar del crecimiento hacia la pobreza o del crecimiento hacia la desigualdad y a su vez la relación inversa, es decir, desde la desigualdad de crecimiento o de la pobreza al crecimiento. Los cuadros con números agrupan estudios publicados, todos de revistas académicas reputadas en las últimas dos décadas aproximadamente. Son en total 58 estudios y cada uno está listado en Cerra *et al.* (2021, 2022). Además, verán que esos estudios tienen colores cuya clave está en la parte de abajo del gráfico, donde el color azul significa que hay un efecto benéfico, el color rojo significa que el efecto no es benéfico, y el color gris indica que los resultados no nos permiten concluir si es lo uno o lo otro.

Con ayuda de la figura 2, quisiera primero concentrarme en lo que para mí es el resultado más importante, y quizás uno de los que voy a destacar en este capítulo, que es la relación que existe entre crecimiento y pobreza. El efecto que puede tener el crecimiento sobre la pobreza está destacado en una línea gris que va de arriba abajo. Son 20 estudios los que examinan esta relación y, como se aprecia, todos sus

Figura 2
Crecimiento, pobreza y desigualdad: Evidencia empírica



Fuente: Cerra *et al.* (2021; Figure 12).

números son azules, si no son azules muy fuertes al menos azules claros. Lo que esto significa es que el efecto que puede tener el crecimiento sobre la disminución de la pobreza, es decir, el efecto benéfico, es algo que todos los estudios que han analizado esta relación encuentran. En otras palabras, la evidencia es muy clara en cuanto a que el crecimiento económico lleva al alivio de la pobreza.

Examinemos el efecto contrario, el que va de un aumento de la pobreza al crecimiento. Si la pobreza aumenta, entonces lo que esperaríamos es que el crecimiento disminuya y, en efecto, esto es lo que vemos en los resultados de estos cuatro estudios que se han hecho. Tres de ellos encuentran una relación clara y significativa. Así, estas dos relaciones, de crecimiento a pobreza y viceversa, son bastante claras: el crecimiento alivia la pobreza y el aumento de la pobreza ralentiza el crecimiento.

¿Qué hay en cuanto a la relación entre crecimiento y desigualdad? Vemos que han habido cuantiosos estudios en ambas direcciones, sobre todo desde la desigualdad hacia el crecimiento. En estos casos, hay varios colores: rojos, azules y grises. Ello significa que los estudios divergen en cuanto a sus resultados: algunos encuentran un efecto benéfico, otros no encuentran resultado alguno, otros encuentran más bien lo contrario o sea que el resultado es perjudicial, y lo mismo se puede decir en el otro sentido de la relación, que va de crecimiento a desigualdad.

Son pocos los estudios que se enfocan en la relación entre desigualdad y pobreza. Los resultados son también poco robustos, sobre todo si nos fijamos en la relación que va de desigualdad a pobreza, donde algunos estudios indican que un aumento en la desigualdad es perjudicial para la pobreza, mientras que otros dicen que es benéfico. Entonces, no se puede llegar a una conclusión clara sobre las relaciones que tiene la desigualdad tanto con el crecimiento como con la pobreza.

Concluyo esta revisión de la literatura reiterando que la relación entre crecimiento y pobreza parece ser una relación bastante clara: el crecimiento disminuye la pobreza y la pobreza, cuando aumenta, reduce el crecimiento. Las relaciones que involucran a la desigualdad, sin embargo, no parecen ser muy claras, lo que llamaría a tratar de entender los mecanismos por los que esto ocurre.

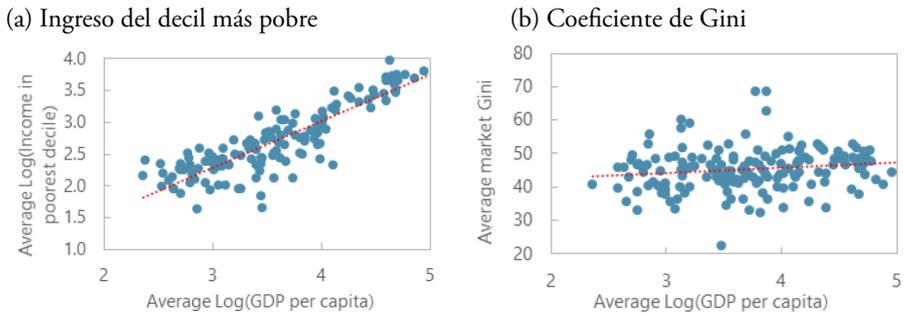
La figura 3 ilustra de una manera muy simple y clara estas conclusiones. En el panel (a) se muestra en el eje vertical el ingreso del decil más pobre de la economía y en el eje horizontal el producto per cápita. Cada punto representa un país y la relación directa y proporcional es evidente. La mayoría de los estudios que hablan sobre el crecimiento o nivel de ingreso y pobreza o cambio en la pobreza indica que en el corto plazo alrededor del 70 % del cambio en la pobreza es explicado por cambios en el crecimiento económico, y en el largo plazo ese porcentaje aumenta a más de 90 %. Por lo tanto, en el largo plazo, la dispersión que se observa en las tasas de pobreza medidas de distintas maneras, se explica casi completamente por cómo va evolucionando el crecimiento de la economía.

Por su parte, en la figura 3(b), el eje horizontal es también el producto bruto per cápita y en el eje vertical se muestra el coeficiente de Gini. Aquí, la relación no es clara, ni fácil de entender. Este análisis presenta simples correlaciones, pero los 58 estudios que he mencionado sí muestran direcciones de causalidad y han tratado de establecer de manera seria, rigurosa y estadística significativamente la relación y el efecto que hay entre las variables.

3 Explorando los mecanismos teóricos

Hasta ahora, la confusión es creada por las relaciones que tienen signos distintos. Para obtener más claridad debemos ver las experiencias propias de cada país, com-

Figura 3
Pobreza y desigualdad por nivel de ingreso



Fuente: Cerra *et al.* (2022).

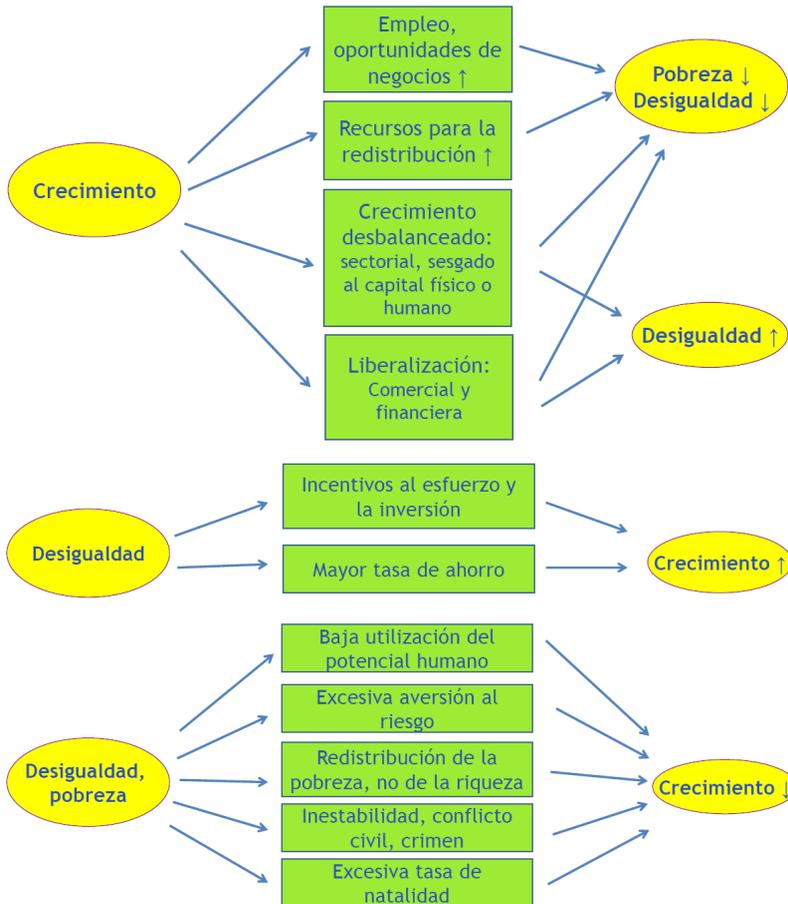
prender que estas experiencias son diferentes por distintas razones, y algo que nos ayuda a racionalizar esos resultados es entender los mecanismos que la teoría nos dice que están en efecto. Revisaremos estos mecanismos de teorías sin matemáticas, sino con razonamientos intuitivos.

Primero veámoslo a partir de la relación que tiene el crecimiento sobre la pobreza y la desigualdad. La figura 4 muestra que el crecimiento *per se* no es una causa, y el efecto último sobre la pobreza y la desigualdad pasa por los mecanismos ilustrados en los recuadros verdes. El primer mecanismo es que el crecimiento genera oportunidades de empleo y también de abrir nuevos negocios. Más empleo o emprendimientos en la economía hace que todos participen de esas oportunidades, lo que alivia la pobreza: cuando hay crecimiento, quienes estaban desempleados encuentran trabajo, y quienes esperaban una oportunidad de negocio, la encuentran y aprovechan. Así comienzan a participar del proceso económico, al recibir un sueldo o una ganancia y, de esa manera, disminuye la pobreza. Note que este mecanismo puede reducir la desigualdad si las personas desempleadas y en búsqueda de emprendimientos antes del crecimiento eran las de bajos ingresos.

En segundo lugar, algo más sucede cuando el crecimiento se vuelve sostenido. El Estado recauda más ingresos, lo que le permite destinar parte de esos recursos para la redistribución, por ejemplo mediante programas sociales. Ello ayuda a que la pobreza se alieve y, si esos recursos llegan efectivamente a la gente de menores ingresos, la desigualdad también se reduce.

Estos efectos son la parte positiva, hacen que el crecimiento reduzca tanto la pobreza como la desigualdad; pero igualmente pueden haber mecanismos que van en sentido contrario. Cuando el crecimiento es desbalanceado, es decir, está focali-

Figura 4
Mecanismos teóricos entre crecimiento, pobreza y desigualdad



Fuente: Cerra *et al.* (2022).

zado en un sector, los efectos pueden revertirse. Por ejemplo, la minería no emplea mucha gente, ya que es una actividad intensiva en capital; por ende, su crecimiento beneficia a los dueños de las minas o a los dueños de los lugares en torno a la mina, sin permitir que todos participen de ese crecimiento. En general, si el crecimiento se concentra en un sector o está sesgado hacia un grupo en particular, esto es, aquellos que poseen esas tierras o minas o algún tipo de capital físico específico, es probable que la desigualdad aumente.

Otra manera como este crecimiento desbalanceado puede contribuir a la desigualdad es cuando favorece bastante a personas que tienen altas capacidades. Por ejemplo, cuando el crecimiento se centra en los sectores de alta tecnología pues estos requieren de ingenieros, de gente con conocimientos de computación y de inversionistas con suficiente capital como para arriesgar en esas empresas. Lo hemos visto durante la pandemia, cuando hubo un crecimiento enorme de las firmas tecnológicas. Los dueños de esas empresas se han beneficiado mientras que otros sectores de la población han sufrido las consecuencias de la crisis de la pandemia. Este es un buen ejemplo de crecimiento desbalanceado, donde el sesgo hacia un tipo de capital físico o humano produce asimismo un desbalance en los beneficios, lo que por lo general incrementa la desigualdad.

Finalmente, tanto la liberalización comercial como la financiera también pueden producir efectos. Les doy aquí un ejemplo: si se liberaliza el comercio internacional, uno puede pensar que la gente de menores ingresos, que sería la mayoría en un país pobre o un país de medianos ingresos, va a obtener más empleos y sus salarios van a subir; pero esto no va a beneficiar tanto a aquellos otros países que tienen una composición distinta de sus trabajadores. Si, por ejemplo, el capital físico es favorecido en el país de destino de las exportaciones, lo que el comercio va a hacer es reemplazar la mano de obra de un país rico por mano de obra de un país pobre; eso contribuiría entonces a que haya un aumento de la desigualdad en el país rico y una disminución de la desigualdad en el país pobre.

La liberalización financiera también puede dar como resultado un incremento en la desigualdad. El ejemplo clásico aquí está relacionado con la inversión directa extranjera, que se puede concentrar en algunos sectores que son intensivos en capital y, por tanto, en mano de obra calificada. Entonces, ocurre un crecimiento desbalanceado que conlleva un aumento de la desigualdad.

Entonces, para resumir este diagrama de mecanismos, concluimos que el crecimiento casi siempre va a disminuir la pobreza pero no así la desigualdad. Esta puede tener un efecto que va en direcciones diversas para distintos países y depende del mecanismo que predomine en cada caso.

Podemos también hacer un análisis de los efectos que van desde la desigualdad y pobreza hacia el crecimiento económico. Pensémoslo primero por el lado de cómo la desigualdad puede aumentar el crecimiento. Esta puede parecer una afirmación algo extraña; no obstante, hay mecanismos por los que esto puede suceder.

Por ejemplo, existen incentivos al esfuerzo y a la inversión. Si existe desigualdad y la gente ve que hay suficiente movilidad social, es decir, ve que hay algunas personas que se han beneficiado más del esfuerzo y la inversión, pueden darse entonces los incentivos para trabajar más e invertir más, lo que genera más crecimiento. Entonces, la desigualdad puede asimismo servir como un incentivo para que los que

menos tienen que esforzarse más o invertir más y de esa manera crecer. Este es un mecanismo que el economista Milton Friedman destacaba en sus estudios y en su apreciación de políticas públicas.

Hay un segundo mecanismo que otro gran economista, Nicholas Kaldor, rescataba: cuando hay más desigualdad, las personas que tienen ingresos más altos, al no consumirlo todo, incrementan la tasa de ahorro. Entonces, esa tasa de ahorro contribuye a que haya más inversión en la economía y, con una inversión mayor, el crecimiento sube.

Estas serían las razones por las que la desigualdad podría, en efecto, aumentar el crecimiento. También existen razones por las que la desigualdad y la pobreza disminuyen el crecimiento.

La primera razón es que existe un capital humano potencial muy grande que la gente en situación de pobreza no logra desarrollar al no ir a la escuela o universidad. Así, termina dedicándose a ocupaciones de muy baja productividad, de muy bajo rendimiento, lo que debilita el crecimiento. Este mecanismo lo han enfatizado sobre todo Abhijit Banerjee y Esther Duflo, quienes recibieron el premio Nobel de Economía en el año 2019.

El segundo mecanismo está relacionado con la excesiva aversión al riesgo. Cuando las personas viven en pobreza, no tienen apetito para invertir en algo nuevo o para arriesgarse en un negocio, pues saben que si pierden van a enfrentar condiciones muy adversas. El alto riesgo de caer en la indigencia entorpece aprovechar oportunidades. Uno puede pensar que una persona con suficiente capital puede dedicar parte de ese capital a alguna nueva experiencia de inversión y si pierde, no será severamente afectado. Para la persona pobre quizás esa pequeña inversión es todo el capital que tiene y perderlo sería algo demasiado fuerte y doloroso.

El tercer mecanismo mediante el cual la desigualdad afecta adversamente al crecimiento está vinculado a la economía política. Cuando hay mucha desigualdad, la gente puede votar por un gobierno que promete la redistribución; al prometer esa redistribución se cometen una serie de equivocaciones de política tratando de redistribuir lo poco que hay, es decir, distribuir la pobreza, en vez de tratar de crear riqueza y luego distribuirla. Al redistribuir la pobreza y caer en errores de política pública, el crecimiento económico cae. También puede suceder que la desigualdad conlleve inestabilidad, lo hemos visto muy recientemente con marchas y protestas, a conflictos sociales e inclusive al crimen. El crimen se puede entender como un efecto social y económico que depende no completamente, pero en alguna medida, de la desigualdad que existe entre distintos sectores de la sociedad. Cuando hay inestabilidad, conflicto civil o crimen, se crea un ambiente de incertidumbre que hace que las personas que tienen la capacidad de invertir no lo hagan y que, por tanto, el crecimiento económico caiga.

El último mecanismo que voy a destacar es el de una excesiva tasa de natalidad. Cuando hay mucha pobreza, se observa que las familias eligen tener más hijos o, si no los eligen, no pueden prevenir que eso suceda. Al tener más hijos, les dedican menos tiempo a los niños, lo que afecta su capacidad de aprendizaje y su capital humano. El menor capital humano redundante, a la larga, en una disminución del crecimiento. Otra manera de observar ese mismo efecto es contemplando la posibilidad de que se resuelva un poco la pobreza y las mujeres puedan participar más en el mercado laboral. Ello cambia la manera cómo la familia se relaciona y lo usual es que las parejas decidan tener menos hijos y concentrarse en la educación de aquellos que ya tuvieron, elevando la productividad futura de los niños. Mediante este mecanismo, el crecimiento, en este caso, aumentaría.

Podemos concluir entonces que, dependiendo del mecanismo que esté en funcionamiento, la desigualdad puede contribuir positiva o negativamente al crecimiento. Por ello, la gran diversidad de resultados entre los estudios consultados se debe, en gran medida, a los distintos mecanismos que cada investigación enfatiza.

4 Lecciones de política económica

De todo lo expuesto, rescato dos importantes lecciones de política económica. La primera es que es crucial promover el crecimiento económico. Es la manera más segura y firme de disminuir la pobreza. No hay país alguno en el mundo que haya podido resolver la pobreza de manera sostenida sin haber crecido a tasas altas y por muchos años. El Banco Mundial publicó hace algunos años el *Reporte de Crecimiento* (Commission on Growth and Development, 2008), donde se estudiaban las características de los países exitosos, que habían sostenido tasas de crecimiento de 7 % o más durante 25 años. Quizás no resulta sorprendente saber que la gran mayoría de esos países se encuentra en el este asiático, y muy pocos están en otras regiones como África o América Latina. Lo común de todas estas experiencias es una gran acumulación de capital físico y humano, una adopción de innovación en tecnología, una asignación eficiente de recursos, estabilidad macroeconómica, y también inclusión social. Entonces, de estas cinco áreas podemos decir que varias de ellas tienen que ver claramente con educación, liberalización económica, estabilización macro, así como con una preocupación sobre la inclusión.

La segunda lección es que aliviar la desigualdad puede ser una meta loable, pero se debe perseguir con políticas adecuadas al nivel de desarrollo de cada país. Para las economías en vías de desarrollo, como el Perú, el énfasis debería estar en contrarrestar la desigualdad de oportunidades, por ejemplo, invirtiendo en salud, educación y seguridad de la mayoría de las personas incluyendo, sobre todo, a aquellas de menores ingresos. Esto es algo que en inglés se llama *win-win* porque

ayuda a disminuir la desigualdad y a aumentar el crecimiento económico, que, como hemos explicado, es vital para aliviar la pobreza.

En economías de altos ingresos, por su parte, la atención podría estar además sobre la desigualdad de resultados a través de programas sociales que busquen asistir a la gente que después de haber usado las oportunidades disponibles permanecen en una situación de premura y de falta de ingresos. Estas economías tienen la capacidad de implementar políticas redistributivas con efectividad. Ciertamente, en Cerra *et al.* (2022), calculamos que en las economías de altos ingresos el coeficiente de Gini de desigualdad cae de 45 % en una situación sin intervención del Estado a 30 %, después de impuestos y programas redistributivos. Ello contrasta con lo visto en las figuras 1(a.3) y 1 (b.3) para países de menores ingresos. Esto sugiere que es factible distribuir la riqueza cuando el país ha logrado cierto nivel de ingresos, pero no antes.

Concluyo este capítulo haciendo alusión a dos refranes. Primero, en economías en vías de desarrollo hay que contrarrestar la desigualdad de oportunidades. No hay disyuntiva, es como “matar dos pájaros de un tiro” porque estas políticas aumentan el crecimiento y disminuyen la desigualdad. En economías de altos ingresos, puede remediarse la desigualdad de resultados. Tratar de hacerlo antes de tiempo, es decir, antes de alcanzar los niveles de ingresos necesarios o en un país con problemas de crecimiento, puede llevarnos a “perder soja y cabra”; no se logra ni que el crecimiento aumente, ni que la desigualdad disminuya.

Referencias

- Cerra, V., Lama, R., & Loayza, N. (2021). *Links between growth, inequality, and poverty: A survey* (Policy Research Working Paper n.º 9603). The World Bank.
- Cerra, V., Lama, R., & Loayza, N. (2022). Links between growth, inequality, and poverty: A survey. En V. Cerra, B. Eichengreen, A. El-Ganainy, & M. Schindler (Eds.), *How to achieve inclusive growth* (p. 32-73). Oxford: Oxford University Press.
- Commission on Growth and Development. (2008). *Growth report: Strategies for sustained growth and inclusive development*. Washington, D.C.: World Bank.

Parte IV

Crisis y aprendizaje

Fortalezas macroeconómicas y retos para el Perú

LILIANA ROJAS-SUÁREZ*

¿Es suficiente la buena política macroeconómica para asegurar la resiliencia de la economía ante choques externos? ¿Cómo se compara el Perú con otros países emergentes? En las últimas dos décadas, el Perú se destacó entre los países emergentes por su solidez macroeconómica, especialmente en la conducción de las políticas fiscal y monetaria. Sin embargo, debilidades estructurales como bajas tasas de ahorro, insuficiente presión tributaria y poca profundidad financiera han limitado en forma importante los beneficios de la fortaleza macroeconómica. En ausencia de reformas, las autoridades se ven obligadas a mantener esfuerzos fiscales y monetarios por encima de los necesarios en países emergentes con menores barreras estructurales.

1 Introducción

Al analizar la evolución macroeconómica de las últimas décadas del Perú, resulta imposible no reconocer el trabajo que ha tenido el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) para incrementar la resiliencia de la economía peruana frente a los choques externos e internos. Son las políticas del BCRP las que aseguraron que los indicadores monetarios fueran lo suficientemente fuertes para contrarrestar las debilidades observadas en una serie de indicadores de la economía peruana.

Es importante poner la economía peruana en el contexto internacional. La relevancia de la resiliencia a choques externos radica en que todos los países emergentes, no solo el Perú, enfrentan choques externos adversos con efectos muy significativos sobre el crecimiento de la economía. El periodo de mayor crecimiento reciente en términos reales para el Perú, básicamente de 2003 a 2013 con excepción de 2009 por la Crisis Financiera Global (CFG), muestra una expansión de la economía peruana a tasas de entre 6 % y 9 %. No es coincidencia que este sea un periodo de *boom* de *commodities*, cuando los precios de exportación del Perú son

* Es para mí un honor y un tremendo privilegio participar en este homenaje a un gran amigo como lo fue Renzo Rossini. Su labor desde la Gerencia General del Banco Central de Reserva del Perú ha contribuido de manera significativa a muchas de las fortalezas que se describen en este capítulo.

muy altos. Tampoco es coincidencia que terminado ese periodo, a partir del año 2014, el crecimiento del Perú bajara significativamente y se estacionara en tasas de alrededor de 3 %. Ello muestra que choques externos, tales como la disminución en el precio de los *commodities*, afectan considerablemente a la economía peruana. Resulta clave ser resilientes ante ellos y mostrar fortalezas para combatirlos.

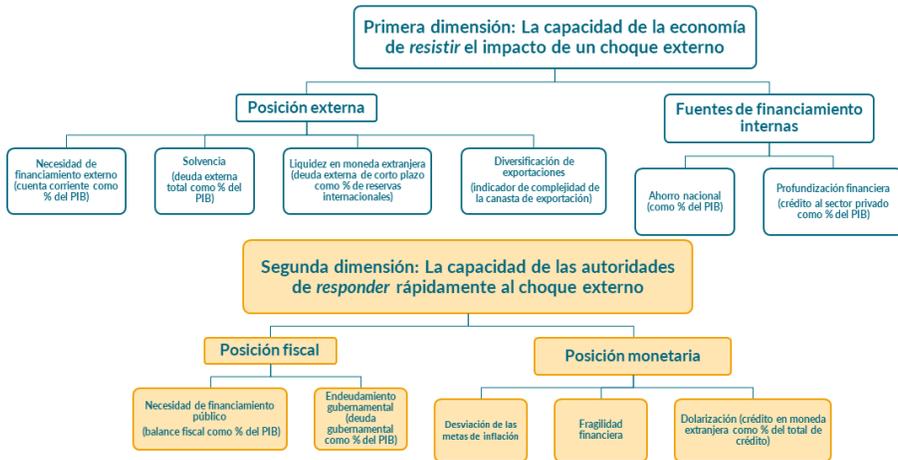
La importancia de la resiliencia no solo radica en mantener la estabilidad, sino que crecer consistentemente para un país como el Perú ayuda a disminuir de manera significativa la pobreza y subir peldaños de desarrollo social. Incluso después del episodio de alto crecimiento descrito, el PBI real per cápita del Perú es hoy en día aproximadamente solo una cuarta parte del PBI real de los países avanzados. La distancia relativa respecto a los países avanzados es considerable. El Perú está lejos del desarrollo, incluso por debajo del promedio de América Latina y el Caribe.

Si el Perú hubiera mantenido la tendencia de crecimiento alto que experimentó durante el *boom* de *commodities*, habría sobrepasado el promedio regional. Lamentablemente, este no fue el caso y su estancamiento dice mucho sobre la historia de este capítulo. Es ilustrativo considerar unos cálculos muy sencillos sobre el tiempo que le tomaría al Perú cerrar la brecha de PBI real per cápita con respecto a los países avanzados bajo diferentes supuestos de tasa de crecimiento, asumiendo una tasa constante de crecimiento en los países avanzados similar al promedio histórico y tomando los datos de crecimiento poblacional del Banco Mundial. Con una tasa de crecimiento de 3 %, el Perú no cerraría la brecha durante este siglo. Si el crecimiento fuera de 4 %, demoraría 75 años. Solamente si se tuviera una tasa de crecimiento 7 %, un número que ha alcanzado el Perú en el pasado y que no es imposible, la brecha se cerraría en unos 30 años. Esto da una clara idea de la dimensión del problema: el Perú necesita crecer, y rápido, lo que no es nada fácil dadas las circunstancias que caracterizan a la economía peruana.

La economía del Perú está expuesta a los riesgos de la economía internacional ¿Cuáles son esos riesgos? Obviamente, el primero es el complejo choque de la COVID-19 que, por supuesto, involucra factores de oferta y demanda. Pero ya antes de la pandemia la economía peruana estaba sujeta a una serie de otros posibles choques adicionales, cuyos efectos, como mostramos más adelante, se han exacerbado durante el tiempo de la pandemia. Uno de ellos, por ejemplo, es el proceso de normalización de la política monetaria de EE. UU.; es decir, la sensibilidad ante la subida de tasas de interés de la Reserva Federal.

Otro choque, casi cierto en estos momentos, es la desaceleración del crecimiento de China, sobre todo considerando los grandes problemas en los sectores inmobiliarios por el sobreendeudamiento de la compañía Evergrande. La desaceleración china implicaría una caída en la demanda internacional por *commodities*, por bienes de exportación del Perú, y obviamente un posible nuevo choque adverso.

Figura 1
Dimensiones de resiliencia



Otro tema que ha venido a colación, relacionado con la COVID-19, es que las amenazas proteccionistas, lo que se llama la desglobalización en los países avanzados, están muy latente y eso trae también mayores amenazas a la capacidad de exportación del Perú a buenos precios. Dadas todas estas preocupaciones, ¿cómo evaluamos cuán listo está Perú o estaba antes de la crisis de la COVID-19 y cómo se compara con el resto de países emergentes?

2 Construyendo un indicador de resiliencia económica

El tema central de este capítulo es el desarrollo de un indicador de resiliencia, metodológicamente similar al de Rojas-Suarez (2016), que básicamente mide las dos dimensiones resumidas en la figura 1. La primera tiene que ver con la capacidad de la economía de resistir un choque externo. La segunda, con la capacidad de las autoridades de responder a ese choque. Como analogía, imagine que es atacado y alguien le propina un golpe. La primera dimensión responde cuán bien parado se encuentra y cuán fuerte está al momento del golpe, bajo el entendido que una persona bien parada puede aguantar el ataque mucho mejor que una persona débil o mal parada. La segunda dimensión se relaciona más con la defensa, el tamaño y la precisión del golpe de regreso; es decir, la capacidad de reacción ante el ataque.

La primera dimensión, la capacidad de la economía de resistir, tiene dos aristas: la posición externa de la economía y las fuentes de financiamiento interno. Cuando un choque externo impacta en la economía, el primer interés es analizar

cuán fuerte fue el choque y cuán bien posicionada estuvo la economía. Podemos pensar en cuatro aspectos. Primero, la economía estará mejor posicionada si tiene menores necesidades de financiamiento externo ante la presencia de un episodio de salida abrupta de capitales. Segundo, si la economía es solvente y no tiene grandes niveles de endeudamiento, no tendrá restricciones vinculadas a honrar las obligaciones de pago. Tercero, especialmente relevante en economías emergentes, es que, si la liquidez en moneda extranjera es alta, por ejemplo porque es alta la cantidad de reservas internacionales, la economía tiene colchones para poder amortiguar el choque. Cuarto, es favorable contar con una buena diversificación de exportaciones porque en ese caso puede ser que afecte el precio de algunos bienes de exportación, aunque no necesariamente otros y eso fortalece la economía.

Pero hay más: en el caso que se cierran las fuentes de financiamiento externo de una economía, su capacidad de responder al choque también se relacionará con cuán desarrolladas están sus fuentes de financiamiento interno. Si tiene mercados de capitales desarrollados, reflejados en altas tasas de ahorros y profundización financiera, entonces los mercados locales pueden contrarrestar de alguna manera una salida de capitales externos. Obviamente, la sustitución nunca será perfecta, y en tal escenario de fuga de capitales seguramente la tasa de interés doméstica subirá. El punto es que esa economía cuenta con una alternativa útil.

Respecto a la segunda dimensión, se trata ahora de reaccionar al choque. Normalmente, las reacciones son a través de lo que se llaman políticas contracíclicas, que pueden ser las políticas fiscal y monetaria. La posición fiscal depende básicamente de dos variables, el déficit fiscal y la deuda del gobierno, mientras que la posición monetaria va a depender de cuán lejos se encuentra la inflación de su meta. Si está cerca, existe más espacio para hacer política monetaria. Por ejemplo, se podría reaccionar contracíclicamente bajando la tasa de interés, toda vez que la inflación no sea muy alta pues la reacción de política podría acelerar aún más un problema inflacionario preexistente.

En la capacidad de respuesta monetaria es también importante considerar si existen fragilidades financieras. Lo peor que le puede pasar a un sistema financiero débil es que le suban las tasas de interés porque, a mayores tasas, los deudores ven mayor dificultad de pagar los préstamos que deben, deteriorando la calidad de las carteras crediticias. Es común observar que bancos centrales con sistemas financieros frágiles traten de evitar subidas en la tasa de interés, lo cual implica una restricción para la política monetaria. Otra posible restricción es la dolarización, ya que la conducción de política monetaria es mucho más fácil si es que los activos se encuentran denominados mayoritariamente en moneda local.

En este punto es bueno clarificar que mi análisis va a distinguir entre variables macro y variables estructurales. La diferencia fundamental entre ambas es que las

variables macro cambian rápidamente de un año al otro, pero no así las variables estructurales que varían poco con el tiempo. Todo ello al margen de si las variables son flujo o *stock* (acervo). Primero construiremos un indicador de resiliencia solo con variables macro y luego uno que incorpore las estructurales.

Mencioné que la primera dimensión de resiliencia, la capacidad de resistir el choque, depende de la posición externa y de las fuentes de financiamiento interno. Dentro de la posición externa:

- La variable que mejor mide las necesidades de financiamiento externo de un país es el ratio de la cuenta corriente al PBI. Claramente, una variable macroeconómica que involucra flujos.
- La solvencia financiera del país, es decir, su capacidad para cumplir con las obligaciones financieras externas, es aproximada por la deuda externa total con respecto al PBI. Es también un variable macroeconómica, aunque se trata de un acervo.
- En cuanto a la liquidez en moneda extranjera, la variable macroeconómica es la deuda externa de corto plazo, la que está próxima a vencer, como porcentaje de las reservas internacionales. Cuanto menor sea este ratio, mayor la capacidad de mostrarle a los mercados internacionales que existe una adecuada disponibilidad de recursos en moneda extranjera en momentos cuando los flujos de capitales externos disminuyen tremendamente.
- La diversificación de exportaciones es considerada una variable estructural. Se trata de la canasta de exportación medida por un indicador de “complejidad” o de sofisticación de la estructura productiva de las exportaciones.

Para medir el estado de las fuentes de financiamiento internas, considero dos variables, ambas estructurales. La primera es un flujo: la tasa de ahorro nacional, es decir, el ahorro de las empresas, familias y gobiernos como porcentaje del PBI. La segunda es la profundización financiera que se aproxima como el crédito al sector privado con respecto al PBI. Esta variable acervo recoge la capacidad del sistema financiero de proveer financiamiento a la economía. Ambas fuentes de financiamiento interno son muy importantes para contrarrestar el efecto de un choque externo porque cuanto más desarrollados estén los mercados financieros locales, mayores serán las alternativas de financiamiento que tendría la economía para capear el choque externo.

Con respecto a las variables que miden la capacidad de las autoridades de actuar, la segunda dimensión de resiliencia, consideremos en primer lugar la posición fiscal que se puede medir mediante tres indicadores. Los dos primeros son la necesidad

de financiamiento público representada por el déficit fiscal y el endeudamiento gubernamental, ambos como porcentaje del PBI. El primero es una variable flujo que mide el espacio fiscal, mientras que el segundo es una variable acervo que señala la capacidad de implementar políticas fiscales contracíclicas. El tercer indicador es más estructural: la recaudación tributaria como porcentaje del PBI, variable que no cambia mucho con el tiempo, pues aumentar la capacidad de recolectar impuestos típicamente requiere de la implementación de reformas.

Finalmente, en cuanto a la posición monetaria, esta se puede evaluar por dos variables. Primero, la desviación de la inflación respecto a la meta, que refleja restricciones para implementar política monetaria contracíclica derivadas por presiones inflacionarias o deflacionarias al momento del choque. Segundo, la dolarización, que se mide como el ratio de préstamos en moneda extranjera sobre préstamos totales. Queda claro que se trata de dos variables macroeconómicas.

3 La historia reciente desde la perspectiva de la resiliencia

Las condiciones iniciales en las que se encuentra una economía al enfrentar un choque adverso son tremendamente importantes en el análisis de resiliencia. Tomaremos dos puntos en el tiempo. El primero es el año 2007, previo a la CFG; el segundo es entre finales de 2019 y comienzos de 2020, previo a la pandemia de la COVID-19. Es decir, analizaremos la situación de las economías justo antes de la ocurrencia sorpresiva de grandes choques globales.

Usando el sencillo marco analítico descrito anteriormente, podemos analizar la resiliencia del Perú en comparación con otros países emergentes. Nuestra muestra diferencia cuatro regiones geográficas: América Latina (Brasil, Argentina, México, Colombia, Chile y Perú), Asia (China, India, Corea del Sur, Tailandia, Indonesia y Filipinas), Europa del Este (Polonia, Bulgaria, Letonia, Hungría) y un país africano emergente que es Sudáfrica.

Comencemos con el análisis de las variables macroeconómicas. Como ya se mencionó, un indicador de la primera dimensión de resiliencia, o sea la capacidad de resistir el impacto de un choque externo, es la cuenta corriente de la balanza de pagos. La figura 2(a) muestra la cuenta corriente como porcentaje del PBI en los dos períodos de estudio. En 2007, el Perú estaba muy bien posicionado en el grupo de países, junto con los asiáticos, con un superávit en cuenta corriente como resultado del *boom* de los *commodities*. A comienzos de 2020, la posición de la cuenta corriente en el Perú ya no era tan favorable. Aun así, sin embargo, el Perú sigue destacando en comparación con el resto. Esto es muy importante porque cuando un inversionista hace una evaluación sobre dónde invertir, piensa en los países emergentes como conjunto y no está solamente en una economía

aislada. Entonces, aunque la posición del Perú se debilita, la debilidad no es tan grande en términos relativos.

Otro indicador de la fortaleza de la economía, dentro de esta primera dimensión, es la deuda externa como porcentaje del PBI. En un determinado año, un país puede tener una baja necesidad de financiamiento, pero importa también si el choque sorprende con un acumulado de deuda externa muy grande. Como se aprecia en la figura 2(b), la situación del Perú es favorable con este indicador: no solo redujo el ratio de deuda externa entre 2007 y 2020, por lo que se ubica a la derecha de la línea diagonal, sino que se encuentra entre los más bajos de la muestra de países emergentes (la distancia vertical).

Llama la atención el caso de Chile, que hacia 2020 registró una enorme deuda corporativa, presentándose así más débil a comienzos de 2020 en comparación con su posición para enfrentar la CFG en 2007.

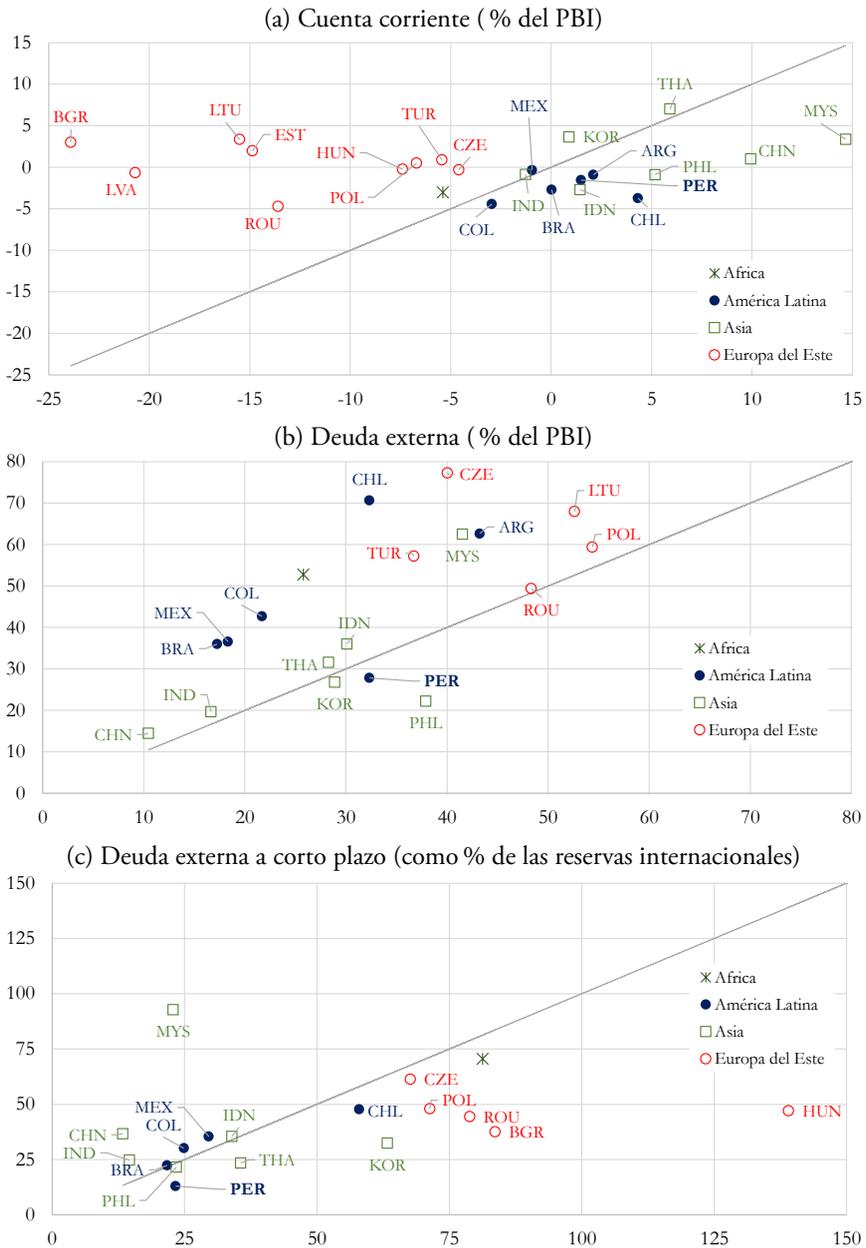
Respecto al indicador de liquidez calculado como deuda externa de corto plazo sobre las reservas internacionales, el Perú también presenta excelentes resultados. La figura 2(c) indica que el monto de reservas internacionales a comienzos de 2020 era más o menos cinco veces mayor que la deuda de corto plazo. No había, a comienzos de 2020, ninguna duda en la mente de los inversionistas extranjeros sobre que el Perú no pudiera pagar sus obligaciones de corto plazo, ya que contaba sobradamente con los recursos para hacerlo. Lo que es cierto es que tanto antes de la crisis global de 2008 como la de la COVID-19 de 2020, la posición de liquidez del Perú estaba entre las más fuertes de la muestra. Vemos que, en lo que va de este análisis, solo hemos hallado enormes fortalezas en el Perú al concentrarnos en las variables macro.

Resumiendo la primera dimensión: el Perú no tenía mucho endeudamiento, contaba con altas reservas para pagar la deuda, y bajas necesidades de financiamiento. En esta dimensión, el Perú estaba en una posición muy sólida para enfrentar el choque financiero internacional asociado con la COVID-19.

La segunda dimensión atañe a la capacidad para reaccionar a los choques a través de las posiciones fiscal y monetaria, y sus resultados se muestran en la figura 3. En cuanto a la posición fiscal, los países a la derecha de la línea diagonal en la figura 3(a) son aquellos con una posición fiscal deteriorada a comienzos de 2020 en relación a la de 2007. Prácticamente, el universo de países emergentes muestra tal deterioro. Hay pocos ejemplos de países que presentan pequeños superávits como Corea y unos cuantos de Europa del este. En 2007, el Perú y Chile eran los países de América Latina con mayor espacio fiscal. A pesar del deterioro de su posición fiscal, el Perú presentaba el menor déficit fiscal entre los países de la región.

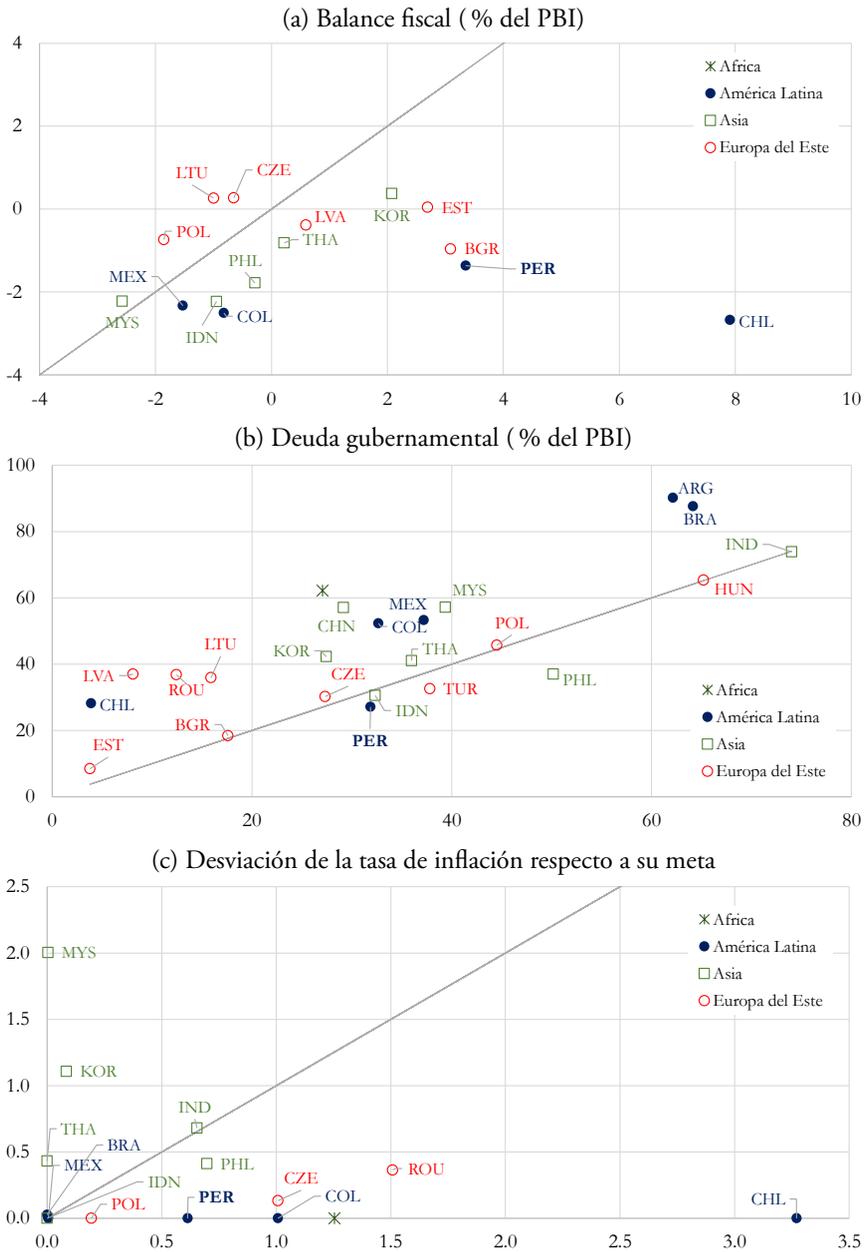
Respecto a la deuda gubernamental, el Perú se encontraba también entre los países emergentes con los ratios de deuda bajos y el más bajo nuevamente de Amé-

Figura 2
Posición externa



Nota: El eje horizontal contiene valores de 2007; el eje vertical, de principios de 2020.
Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

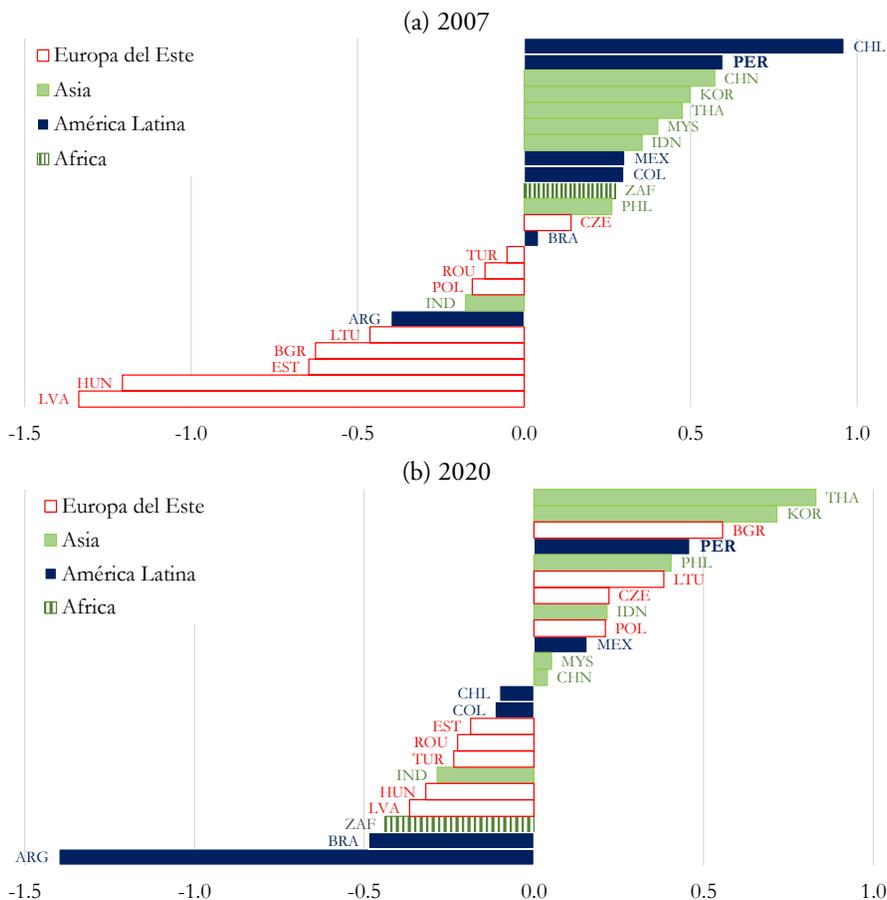
Figura 3
Capacidad de respuesta de las autoridades



Nota: El eje horizontal contiene valores de 2007; el eje vertical, de principios de 2020.

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

Figura 4
Índice de resiliencia macroeconómica en 2007 y 2020



rica Latina. En la figura 3(b), encontramos, en el período previo a la COVID-19, al Perú un poco más abajo que Chile, es decir, con menos deuda gubernamental, en fuerte contraste con Argentina, Brasil, Colombia y México, que son países con mucha mayor fragilidad fiscal.

La figura 3(c) muestra los desvíos de la inflación respecto a su meta. Desde el punto de vista de política monetaria, se verifica una gran fortaleza del caso peruano.

Todos los indicadores macroeconómicos de las figuras 2 y 3 se agregan en un índice de resiliencia macroeconómica mostrado en la figura 4. Los resultados para el Perú son notables. Su posición en el mundo emergente en capacidad macroeconómica para enfrentar y reaccionar al choque de la CFG fue la segunda, después

de Chile. Este indicador fue generado hace un tiempo y *The Economist* (2015) hizo una evaluación de cómo respondieron los países a la crisis, concluyendo que el índice de resiliencia fue acertado en predecir cuáles países sufrieron más y cuáles menos. Por ejemplo, los peores lugares del *ranking* de 2007 los tienen los países de Europa emergente, y esos fueron los países que enfrentaron una crisis muy profunda como consecuencia del choque global.

¿Qué pasa a comienzos de 2020? ¿Cuán fuerte estaba Perú? Su posición se debilita un poco respecto a 2007 y pasa al cuarto lugar del *ranking*, superando a Chile que pierde muchas posiciones por el fuerte incremento de su deuda corporativa. China también pierde posiciones, especialmente por debilidades en la posición fiscal. Sin embargo, la posición macroeconómica del Perú para enfrentar la crisis de la COVID-19 se mantuvo fortísima, entre los mejores del mundo.

La fortaleza macroeconómica del Perú fue suficiente durante la CFG por varios motivos, uno de ellos es que el choque de la crisis internacional fue profundo, pero de muy corta duración. Poco después de iniciada la crisis, el alto crecimiento de China contribuyó al crecimiento del comercio internacional y a dinamizar al mundo emergente.

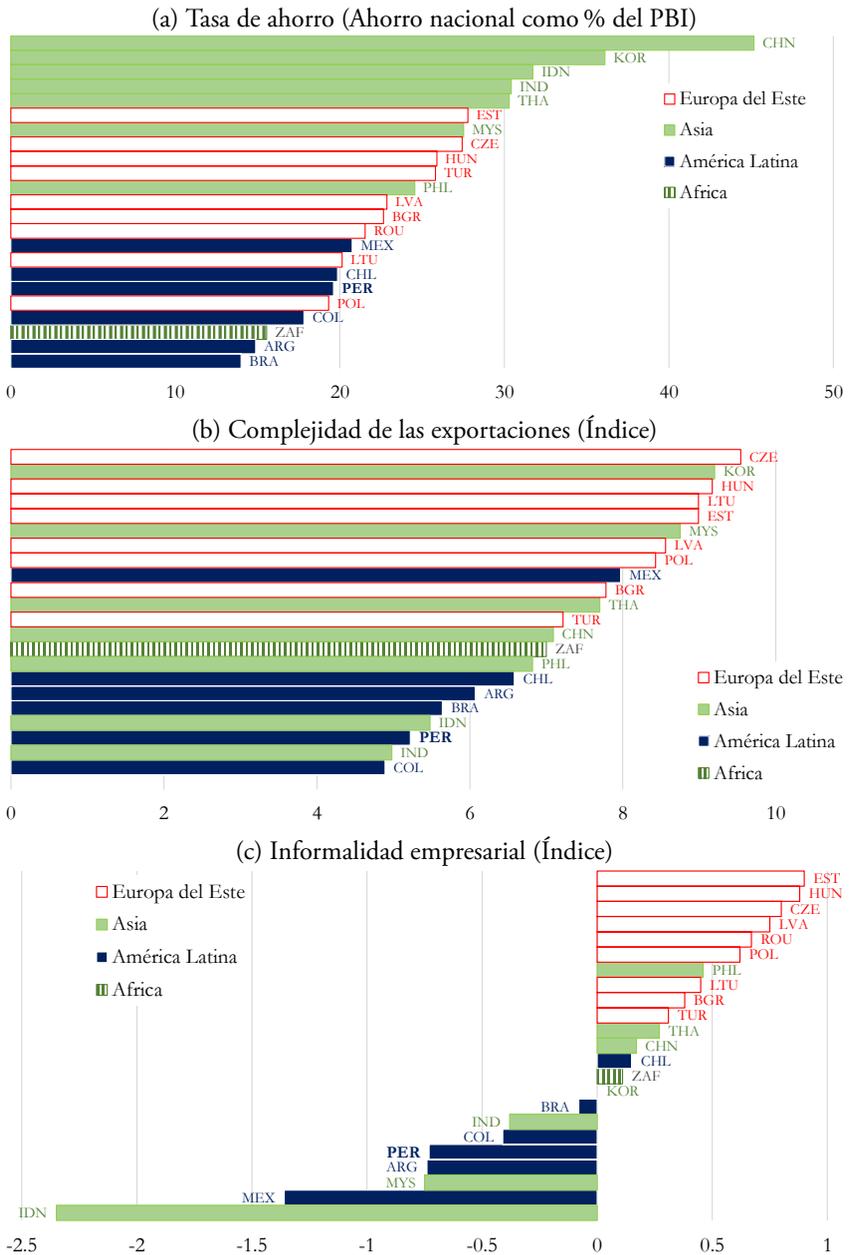
4 La tarea pendiente

La crisis de la COVID-19 es muy diferente de la CFG por sus múltiples facetas. Primero, se trata de un choque de larga duración y cargado de incertidumbre. Por ejemplo, aún no se sabe cómo evolucionará la pandemia en el Perú. Segundo, aunque estemos en medio de la pandemia, en países como EE. UU. están creciendo enormemente las expectativas de una subida de tasas de intereses que obviamente no favorecerá a los países emergentes porque encarece el costo del crédito internacional. Tercero, China ya no está en la posición que estaba durante la CFG por los problemas en sus propios sectores inmobiliario y financiero. Son estos los motivos que dan especial importancia al rol de las variables estructurales en la evaluación de la resiliencia frente a este choque.

Por ello, pasemos ahora a analizar el comportamiento de las variables estructurales de la primera dimensión del marco analítico. Entre las variables estructurales que permiten resistir el impacto de choques tenemos la capacidad de movilizar fondos de financiamiento interno. e incluimos aquí la tasa de ahorro. En este punto, la historia del Perú comienza a mostrar un marcado contraste con las variables macroeconómicas vistas previamente.

En la figura 5(a) se muestra la posición del Perú respecto a los demás países en términos de la tasa de ahorro sobre el PBI. Este es un promedio de 2014 a 2019 para recoger características de tendencia. Se aprecia que la tasa de ahorro del Perú

Figura 5
Variables estructurales



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Salinas (2021) y Banco Mundial. Elaboración propia.

es sumamente baja, lo cual limita significativamente la inversión y el crecimiento en aquellos momentos en que se sufren bajas en las entradas de fondeo y de capital extranjero. Esta conclusión se mantiene analizando otras variables estructurales como la poca profundización financiera, medida a través del ratio crédito a PBI.

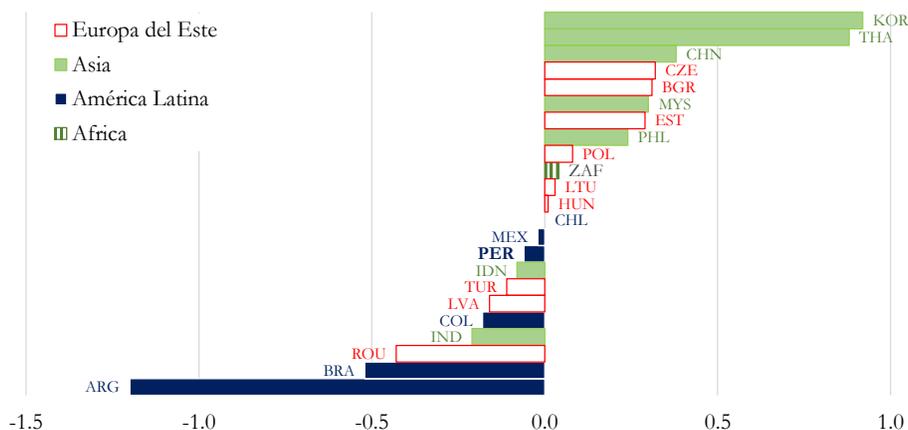
Otra variable en esta primera dimensión de resiliencia es la diversificación de exportaciones. Aquí utilizo la noción de “complejidad” de exportaciones, un índice que da una mayor ponderación a los productos de exportación con mayor valor agregado y refleja la sofisticación de la estructura de las exportaciones. La figura 5(b) revela que, en términos de este índice, el Perú tampoco tiene un buen desempeño, ya que junto con Colombia ocupa las posiciones más bajas de América Latina. Note que en Chile y el Perú el principal producto de exportación es el cobre, pero la transformación estructural en la canasta de exportación de Chile, incluyendo exportaciones que no sean de hidrocarburos o minerales, es bastante superior a la peruana.

Otra de las dimensiones importantes de resiliencia es la capacidad de recolectar impuestos. Una sólida profundización fiscal reflejada en una alta capacidad de recolectar impuestos brinda una mayor flexibilidad para realizar expansiones de gasto contracíclico cuando estas son necesarias. Lamentablemente, una de las características del Perú y de otros países emergentes es el enorme grado de informalidad que hace que la recolección de impuestos sea muy baja. La figura 5(c) muestra el índice del Banco Mundial sobre informalidad empresarial, y se aprecia que el Perú está entre los países con mayor informalidad. Si bien no llega a los niveles de Indonesia, en general, no cuenta con un buen desempeño cuando se le compara con el resto del mundo emergente.

Finalmente, la última variable estructural a la que quiero hacer referencia y que está en la segunda dimensión, es decir, dentro de la capacidad de las autoridades de responder a choques, es la dolarización. El problema de la dolarización, muy bien entendido y descrito en Rossini, Vega, Quispe, y Pérez (2016), afecta el traspaso del tipo de cambio hacia los precios domésticos. Un escenario de alta dolarización impone mayores retos a la política monetaria y, por ende, la efectividad de la política monetaria puede mejorarse si la economía está menos dolarizada. El Perú ha progresado de forma importante en disminuir la dolarización a casi la mitad gracias nuevamente a los esfuerzos del BCRP. No obstante, el Perú sigue muy dolarizado y está entre los más altos entre los países emergentes.

Todo lo anterior se refleja en un deterioro del índice de resiliencia para el Perú. Cuando presentamos el índice de resiliencia macroeconómica para comienzos de 2020, el Perú se encontraba en una auspiciosa cuarta posición. Sin embargo, al agregar al índice las variables estructurales, el Perú sufre una caída enorme y pasa a la posición 16, como se aprecia en la figura 6. Ningún otro país emergente de los

Figura 6
Índice de resiliencia macroeconómica y estructural en 2020



estudiados reduce su posición relativa tanto como el Perú cuando consideramos su solidez estructural. El mensaje es que la resiliencia de la economía peruana frente a choques persistentes, como la COVID-19 está seriamente afectada por deficiencias estructurales, es decir, la solidez macroeconómica tiene un límite impuesto por las deficiencias estructurales.

5 Comentarios finales

Aunque es urgente, el tema de la profundización de reformas estructurales no es nuevo. Quizá nada resume mejor este llamado de atención que el trabajo de Abusada, Du Bois, Morón, y Valderrama (2000), un libro sobre la necesidad de profundizar reformas publicado hace más de dos décadas. Dos de sus editores, Roberto Abusada y Fritz Du Bois, fueron brillantes economistas que lamentablemente perdimos muy temprano y quienes, junto con Renzo Rossini, forman el corazón de lo mejor que ha tenido el país como economistas. Su obra perdura.

La conclusión de este capítulo es que, en presencia de fuertes debilidades estructurales, la política monetaria ha apoyado tremendamente la resiliencia de la economía peruana. La labor del BCRP ha sido una pieza central. Sin embargo, la fortaleza macroeconómica aunque es necesaria no es suficiente y surgen dos tareas impostergables. Primero, si la fortaleza macro nos ha dado tanto, debemos protegerla. Es clave no perder la independencia del BCRP y mantener la estabili-

dad financiera. Las políticas macro, tanto fiscal como monetaria, han debido ser tremendamente conservadoras porque compensan las debilidades estructurales. El Perú tendría mucha más capacidad de relajar este conservadurismo; inclusive organismos como el Fondo Monetario Internacional suscriben cierta flexibilización de las reglas fiscales, pero la debilidad estructural impide esta flexibilización. Tener las políticas macro fuertes es el ancla peruana.

La segunda tarea es avanzar en las reformas que permitan que el Perú deje de estar sujeto al vaivén de los choques adversos, no solo los internacionales sino los domésticos también. La labor del BCRP en mantener la fortaleza macro del Perú nunca podrá ser sobreestimada, pero debe complementarse a través de indispensables reformas estructurales.

Referencias

- Abusada, R., Du Bois, F., Morón, E., & Valderrama, J. (Eds.). (2000). *La reforma incompleta. Rescatando los noventa*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- Rojas-Suarez, L. (2016). La resiliencia macroeconómica de economías emergentes ante *shocks* externos. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (p. 95-119). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Rossini, R., Vega, M., Quispe, Z., & Pérez, F. (2016). Inflation expectations and dollarisation in Peru. En Bank for International Settlements (Ed.), *Inflation mechanisms, expectations and monetary policy* (Vol. 85, p. 275-289). Bank for International Settlements.
- Salinas, G. (2021). *Chile: A role model of export diversification policies?* (IMF Working Paper n.º 2021/148). International Monetary Fund.
- The Economist. (2015). Predicting the next crisis. *The Economist* (March 30).

Gestionando choques de términos de intercambio

LUIS GONZALO LLOSA *

Las economías primario-exportadoras enfrentan con frecuencia choques en sus términos de intercambio. Ello puede comprometer la estabilidad macroeconómica, lo que resalta la importancia de las políticas contracíclicas para estas economías. Sin embargo, la magnitud y la persistencia de estos choques externos plantean desafíos para el diseño de política económica, en especial cuando son adversos o cuando ocurren en presencia de rigideces (nominales o reales) y vulnerabilidades financieras preexistentes. En esos casos, el espacio para acomodar las variaciones en los términos de intercambio a través de políticas contracíclicas es limitado, relegando la mayor parte del ajuste al tipo de cambio. Este capítulo discute estos desafíos desde la perspectiva de la economía peruana.

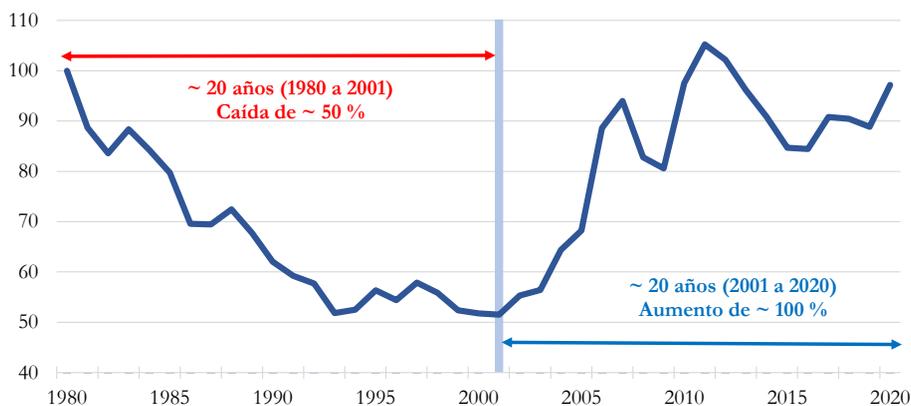
1 Introducción

Los términos de intercambio (TI en adelante), definidos como precios de exportaciones sobre el precio de importaciones, son una de las variables macroeconómicas más importantes para el Perú. En la figura 1 observamos que estos han experimentado cambios sustanciales durante los últimos cuarenta años. En una primera etapa, entre 1980 y 2001, ocurre un deterioro severo, de 49 %, y persistente, de dos décadas de duración. Las dos décadas siguientes, de 2001 a 2020, muestran una dinámica opuesta, ya que ocurre un incremento sustancial, también de manera persistente, que en su pico registró una expansión de 100 %.

No debe sorprender que en la literatura que analiza la historia económica peruana, como Llosa y Panizza (2015), la evolución de los TI siempre aparezca como un factor importante, dadas sus amplias y sustanciales fluctuaciones. El propósito de este capítulo es discutir cómo estas fluctuaciones han impactado en la economía y de qué manera los hacedores de política económica, tanto el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) como el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), han gestionado estas variaciones.

* Agradezco la oportunidad de participar en un homenaje a Renzo Rossini, quien fue un gran ejemplo profesional para muchas generaciones de economistas peruanos.

Figura 1
Términos de intercambio (1980 = 100)



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

El capítulo se organiza de la siguiente manera. Primero, revisaremos la dinámica de los TI enfocándonos en su volatilidad y prociclicidad. Segundo, repasaremos los mecanismos de transmisión y política económica desde el punto de vista teórico. Tercero, nos centramos en el caso peruano, en particular, en la etapa del *boom* de los *commodities* de inicios de siglo. Finalmente, presentaremos algunas conclusiones y una agenda de investigación.

2 Volatilidad, prociclicidad e importancia empírica

Repasemos algunos hechos estilizados respecto a la evolución de los TI. Primero, es una variable sumamente persistente: como se mostró en la figura 1, sus fluctuaciones pueden durar décadas. Winkelried (2016, 2018) estudia este aspecto más formalmente. Segundo, este precio relativo es muy volátil, lo que se verifica en el panel (a) de la tabla 1, donde se presenta la desviación estándar de varias variables relativas a la desviación estándar del PBI para el periodo de 1980 a 2019 en distintos grupos de países. Como se puede observar, los TI son una de las variables reales más volátiles; su desviación estándar se encuentra solo por debajo de la desviación estándar de la inversión. Por lo tanto, los TI son muy difíciles de predecir, lo que complica su gestión. Más aún, sus efectos sobre la economía, bajo ciertas condiciones, pueden ser sustanciales.

Un aspecto por resaltar es que la volatilidad de los TI responde de manera notoria a las fluctuaciones de los precios de *commodities*. La tabla 1 muestra la volati-

Tabla 1
Estadísticas descriptivas, 1980 a 2019

(a) Desviación estándar relativa al PBI									
	Consumo	Inversión	Exp. Netas	TI	Px	Pm	TI ^c	Px ^c	Pm ^c
G7	0.97	2.88	0.43	1.55	4.28	4.45	3.39	6.77	7.22
Otros desarrollados	0.96	3.17	0.63	1.50	5.12	4.33	3.20	5.28	6.18
Asia emergente	1.01	3.45	0.91	1.50	2.65	2.88	2.57	4.07	4.59
América Latina (sin Perú)	1.28	3.80	0.75	2.25	3.37	2.66	3.94	4.20	4.10
Perú	1.06	2.68	0.48	1.48	2.74	1.70	1.69	2.38	2.37

(b) Correlación con el PBI									
	Consumo	Inversión	Exp. Netas	TI	Px	Pm	TI ^c	Px ^c	Pm ^c
G7	0.87	0.92	-0.54	-0.02	0.09	0.12	0.05	0.11	0.10
Otros desarrollados	0.80	0.84	-0.33	0.08	0.12	0.09	-0.03	0.11	0.08
Asia emergente	0.82	0.90	-0.63	0.06	0.42	0.41	-0.06	0.37	0.34
América Latina (sin Perú)	0.76	0.83	-0.39	0.32	0.37	0.21	0.10	0.24	0.14
Perú	0.97	0.76	-0.41	0.15	-0.12	-0.32	0.19	0.13	-0.01

Nota: Series en logaritmos, filtradas con el método de Hodrick & Prescott (parámetro de suavizamiento $\lambda = 100$).
Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

lidad de los componentes de los TI (precios de exportación, P_x , y de importación, P_m) junto con la volatilidad de los TI que solo incluyen *commodities*, tanto para las exportaciones como para las importaciones: TI^c , P_x^c y P_m^c . Como se observa, los movimientos de los precios de *commodities* son sustancialmente más grandes que los de los TI tradicionales. Ello conlleva una dificultad adicional para un país primario exportador sujeto a choques de una gran magnitud en estos precios.

En cuanto a la prociclicidad de los TI, el panel (b) de la tabla 1 muestra que no siempre son procíclicos. En países desarrollados y en países emergentes del Asia, los TI tienen una correlación con el PBI casi nula. No obstante, si nos enfocamos en países de América Latina y en el Perú, la prociclicidad es evidente. Aunque no se trate de una variable muy procíclica como la inversión o el consumo, en definitiva registra un comovimiento positivo y significativo con el ciclo económico.

Al analizar la prociclicidad por componentes observamos que para países primario exportadores como América Latina y el Perú, en general, los precios de exportación son la variable más procíclica. Así, la problemática de los TI para este grupo de países se resume en precios de exportaciones muy volátiles que, a su vez, tienen una alta correlación con el ciclo económico. Si son considerados como exógenos, como ocurre en la práctica con la mayor parte de precios de *commodities*, entonces es una variable cuya dinámica no puede influenciarse.

Los hechos estilizados descritos representan una visión panorámica basada en correlaciones y desviaciones estándares. La literatura empírica complementa este análisis con otras herramientas para analizar los efectos de los TI. La evolución de esta literatura es bastante interesante. Inicialmente se conjeturó que los TI eran muy importantes para economías pequeñas y abiertas. El estudio de Broda (2004) encuentra que, de hecho, lo son, pero especialmente en países con un régimen de tipo de cambio fijo. Ello refuerza la idea de que un tipo de cambio flexible es útil como mecanismo de ajuste, al permitir absorber choques reales como los de los TI. Este resultado es puesto en duda por Schmitt-Grohé y Uribe (2016), quienes sugieren que los TI no serían tan importantes como se pensaba, ya que explicarían solo alrededor del 10 % de la volatilidad del producto en países emergentes, por debajo de lo que explican choques reales domésticos o choques financieros.

Ante esta controversia, Fernández, Schmitt-Grohé, y Uribe (2017) realizan un estudio más amplio y refinado y encuentran que los TI son importantes toda vez que nos centremos en los choques de precios de *commodities*, que son básicamente precios de exportación: en promedio, estos choques explicarían 33 % de la variabilidad del producto, efecto que se duplica después del año 2000. Este resultado demuestra que, para países emergentes y en vías de desarrollo, los TI son definitivamente relevantes. Schmitt-Grohé y Uribe (2018) presentan evidencia en la misma dirección. Hoy en día existe cierto consenso sobre la importancia de los TI.

3 Los términos de intercambio desde la teoría

Si bien los análisis empíricos revisados en la sección anterior brindan conclusiones sobre la magnitud de los impactos de los TI, no aclaran cuáles son los mecanismos de transmisión. Un estudio primigenio en esta dirección es el de Mendoza (1995), el cual enfatiza el rol del sector exportador ante los choques exógenos de TI. Este estudio utiliza un modelo de ciclos económicos reales para economías pequeñas y abiertas con competencia perfecta y precios flexibles y tres sectores: no transable, transable importable y exportador. Estos sectores compiten por factores productivos locales y los mercados financieros son incompletos; así que existen efectos riqueza. Lo novedoso del modelo es que el sector exportador enfrenta choques persistentes en su precio relativo, que es tomado como exógeno. En este modelo, un aumento persistente de los TI genera un *boom* de inversión y empleo: el incremento del precio relativo de un sector genera mayor rentabilidad en el sector y una mayor demanda de factores, tanto de capital como de mano de obra, que impulsa una mayor acumulación de capital y un mayor deseo por trabajar.

El modelo de Mendoza (1995) también demuestra los efectos de reasignación de factores. En particular, los factores migran hacia los sectores primario exportador y no transable. El canal de mayor demanda es importante: al haber mayor riqueza en la economía, el consumidor eleva su demanda de consumo para todos los bienes, incluyendo el no transable que no puede importarse. Esto genera un incremento en el precio de los no transables y atrae empleo a ese sector.

Por su parte, los choques de TI producen un aumento de las exportaciones netas, cuando son medidas en precios importables, y una apreciación real. Otro aspecto por resaltar es que los TI generan ciclos similares a los de productividad total de factores, aunque estos choques inducen una depreciación real. La diferencia en la reacción al tipo cambio real se debe a que el choque de los TI tiene efectos de demanda mucho más fuertes que provocan un encarecimiento de los factores productivos y, por lo tanto, un incremento en los costos de producción *vis-à-vis* los socios comerciales. El choque de productividad, en cambio, hace que sea más barato producir localmente.

Mendoza (1995) utiliza este modelo para descomponer el ciclo económico de los países emergentes y encuentra que los términos de intercambio son muy importantes, explicando el 50 % de la variabilidad observada del PBI. El análisis también explora cuáles son los mecanismos de transmisión. No obstante, este modelo no permite concluir respecto a política económica porque se aproxima bastante a una asignación eficiente de recursos. Para eso tenemos que dar un paso más adelante a modelos más estilizados, más pequeños, pero que producen lecciones normativas más ricas.

El modelo estándar de economía pequeña abierta neokeynesiana con rigideces de precios y fluctuaciones ineficientes se presenta en Gali y Monacelli (2005). Este es isomórfico al modelo de economía cerrada: una curva IS y una curva de Phillips. Los TI no tienen efecto más allá de cambiar las sensibilidades de la brecha de producto a la tasa de interés real y de la inflación a la brecha de producto. Esto significa que la apertura comercial altera el *trade-off* que puede enfrentar el banco central, pero no tienen un efecto más importante en este modelo.

Desde el punto de vista normativo, si asumiéramos una política fiscal pasiva que solo establece un subsidio constante para neutralizar los márgenes en estado estacionario, la recomendación de este modelo es que la política monetaria debe reaccionar contracíclicamente cuando los TI mejoran. Además, el tipo de cambio flexible es parte de la implementación de esta reacción óptima porque a través de la reasignación del gasto entre consumo local y consumo importado se absorben choques reales que afectan la curva IS. Otra característica importante es el cumplimiento de la “coincidencia divina”, bajo la cual el banco central puede estabilizar la brecha de producto y la inflación simultáneamente con un solo instrumento de política, la tasa de interés.

Este modelo ha sido extendido para entender las consecuencias de tener exportaciones de *commodities* en economías pequeñas y abiertas. Ferrero y Seneca (2019) extienden el marco de Gali y Monacelli (2005) con productores de bienes intermedios locales, que enfrentan rigideces de precios, y un sector exportador que enfrenta un precio flexible dado exógenamente. El sector exportador requiere de bienes intermedios locales para producir y este es un supuesto importante. En los modelos neo-keynesianos, la ineficiencia surge por una dispersión en los márgenes y lo que ocurre en Ferrero y Seneca (2019) es que las rigideces nominales provocan una reasignación ineficiente de recursos ante un incremento del precio de los *commodities*: el sector exportador demanda más insumos intermedios, pero los productores de esos bienes fijan a priori sus precios, subsidiando los márgenes del sector exportador y generando una reasignación de recursos que hace al sector exportador ineficientemente más rentable.

Drechsel, McLeay, y Tenreyro (2019) expanden este análisis haciendo que el sector exportador enfrente una restricción financiera de capital de trabajo. Esta restricción financiera introduce una ineficiencia al depender de la rentabilidad del sector exportador. Cuando ocurre un *boom* de *commodities*, la restricción crediticia se relaja, como es usual ante una mayor rentabilidad, pero adicionalmente los proveedores de insumos intermedios para ese sector fijan precios más bajos de lo que deberían, brindando un impulso adicional en términos de rentabilidad. Este impulso adicional relaja aún más las restricciones financieras y genera otra ineficiencia muy cercana a lo que Bianchi (2011) denomina *systemic risk externality*.

En los modelos de Ferrero y Seneca (2019) y Drechsel *et al.* (2019), asumiendo una política fiscal pasiva, la recomendación de política para el banco central sigue siendo una reacción contracíclica y un tipo de cambio flexible como parte de una política monetaria óptima. Sin embargo, ya no emerge una “coincidencia divina” porque las ineficiencias descritas afectan la oferta y generan choques en la curva de Phillips. Este es uno de los primeros dilemas del banco central, que no puede, en presencia de choques de TI, estabilizar tanto el producto como la inflación.

4 El caso peruano: enfrentando los choques

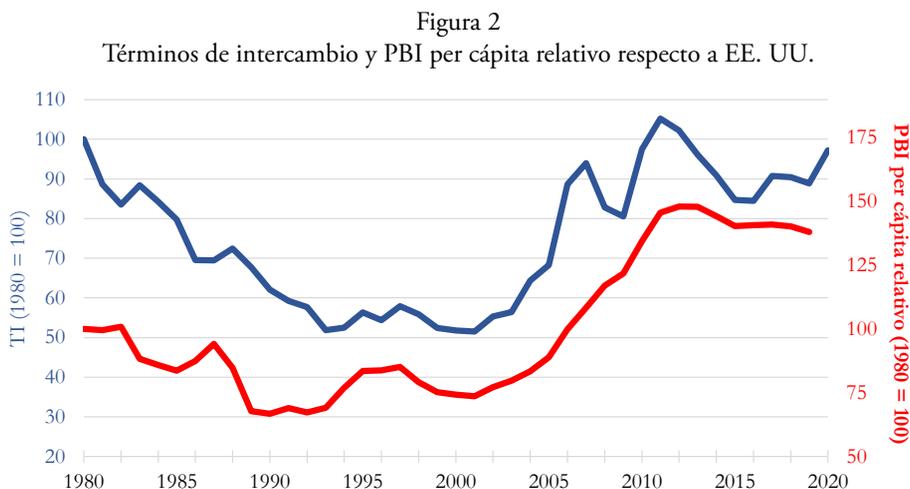
La teoría deja como lección que ante choques de TI ocurren reasignaciones de factores y efectos financieros que pueden provocar ineficiencias. Ello impide al banco central estabilizar la inflación y el producto simultáneamente. A continuación, revisamos el caso peruano y si estas predicciones teóricas se verifican.

Sin duda, el Perú es un claro ejemplo de país exportador de *commodities*. Es top 10 de países productores en diversos minerales y, según un estudio del Instituto Peruano de Economía (2021), en los últimos diez años, el sector minero ha sido importante en distintos márgenes: explica el 16 % de la inversión total, el 10 % del PBI y el 58 % de las exportaciones.

Por lo tanto, no sorprendería encontrar una relación notoria entre el desempeño de la economía peruana y los TI. La figura 2 muestra los TI y, a la par, el PBI per cápita del Perú relativo al de EE. UU. En la primera etapa, mientras que los TI caen, el ingreso per cápita en el Perú se reduce a un ritmo de 1.5 % por año en promedio frente al ingreso per cápita de EE. UU., una economía desarrollada. Cuando los TI comienzan a incrementarse, el diferencial de crecimiento se invierte a un notable 3.5 % en promedio por año.

Si bien es cierto que desde el año 2000 los TI casi se duplicaron, lo cual representa un choque sumamente importante, esto se mezcla con otros factores relevantes para el crecimiento: el crecimiento de China y otros países emergentes a tasas muy altas junto a condiciones financieras laxas en EE. UU. y los rezagos positivos de las reformas de primera generación implementadas en los noventa. Sin embargo, Nolzco, Lengua-Lafosse, y Céspedes (2016) identifican el impacto de choques de TI y muestran que estos explican el 36 % de la variabilidad del producto entre 1996 y 2015.

Los datos del caso peruano revelan que el principal canal es la expansión de la inversión. En la figura 3(a) se muestra que el ratio de inversión privada sobre PBI se incrementó notoriamente, duplicándose durante la época del *boom*. No obstante, como se aprecia en la figura 3(b), ello no se vio reflejado en un crecimiento del PBI minero; durante buena parte del *boom*, el diferencial de crecimiento del PBI



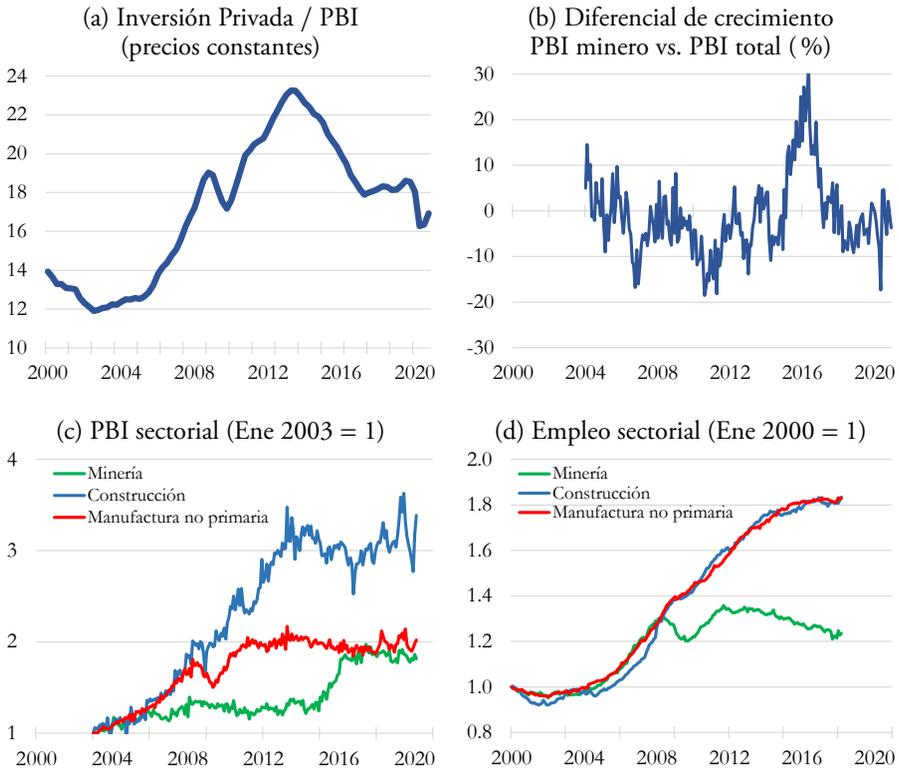
Fuente: Penn World Table y Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

minero versus PBI total fue negativo, lo que implica que otros sectores lideraron el crecimiento. Es solamente con la puesta en marcha de los grandes proyectos mineros entre 2014 a 2016, que el PBI minero contribuye desproporcionalmente a la actividad económica agregada. Ello se percibe claramente en la figura 3(c), donde se observa también que el sector construcción en esa década triplicó su tamaño y el sector manufactura no primaria lo duplicó. Paradójicamente, el sector manufacturero debería empeorar su desempeño relativo debido a la apreciación real del periodo. La figura 3(d) muestra una historia similar a nivel del empleo.

Una posible explicación de esta evolución son las interrelaciones sectoriales que pueden hacer que muchos sectores se expandan ante un choque tan importante como el que experimentamos a inicios de siglo. Estos encadenamientos sectoriales (*input-output linkages*) son analizados en la literatura, por ejemplo, Llosa (2013). Bajo esta lógica, el incremento de la inversión privada en el sector minero pudo haber traído beneficios muy positivos para otros sectores, los cuales expanden su producción y utilizan insumos de otros sectores de la economía, que a su vez ven su producción incrementada, y así sucesivamente.

Otro canal importante es el financiero. El crédito jugó un rol al inicio de la etapa de expansión de los TI. Como se aprecia en la figura 4(a), el *spread* de los bonos globales (es decir, los bonos en dólares emitidos por el gobierno del Perú) se redujo en 400 puntos básicos, aliviando las restricciones financieras de manera notoria. Recordemos que, previo a los años 2000, el Perú había enfrentado una

Figura 3
Inversión, producción y empleo

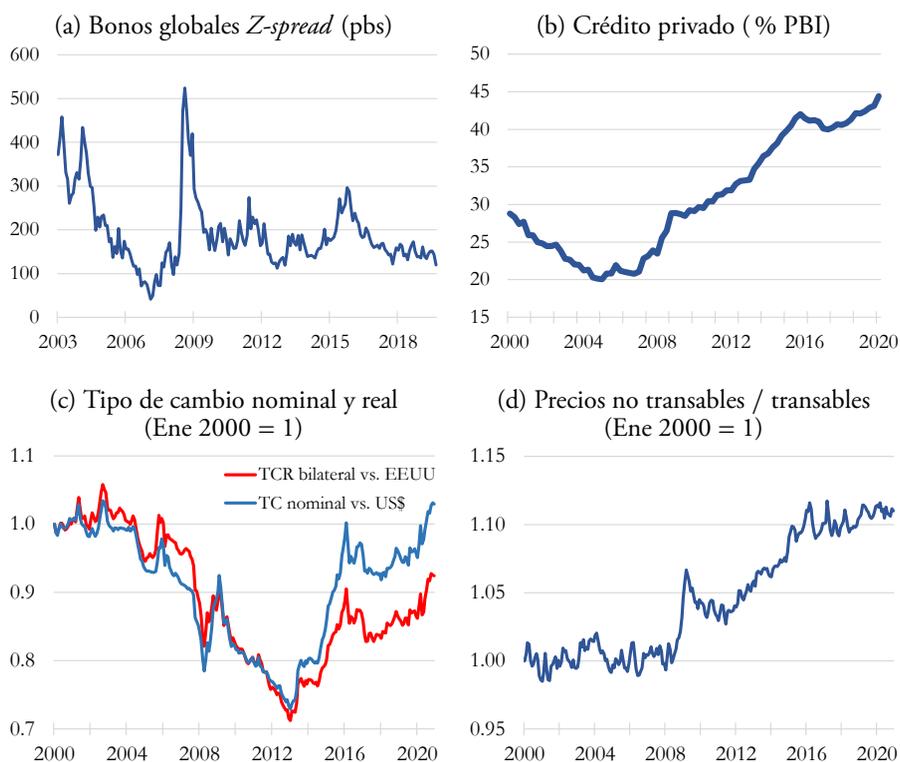


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

etapa muy complicada como consecuencia de crisis financieras sucesivas en países emergentes, las cuales generaron un ajuste en las condiciones financieras para estos países. Con el choque positivo de TI, estas restricciones financieras comenzaron a liberarse de manera paulatina, dándose así una reducción de la prima por riesgo exigida para los bonos emitidos por el Perú.

Desde cualquier perspectiva, el relajamiento de las restricciones financieras permite que los sectores que enfrentan restricciones puedan producir más y generar un efecto dinamizador dentro de la economía. Como se aprecia en la figura 4(b), el crédito doméstico al sector privado registra una aceleración sustancial, duplicando el cociente de crédito sobre PBI hacia el final del *boom*. Definitivamente, este canal financiero amplificó los efectos reales sobre el resto de los sectores.

Figura 4
Crédito y tipo de cambio

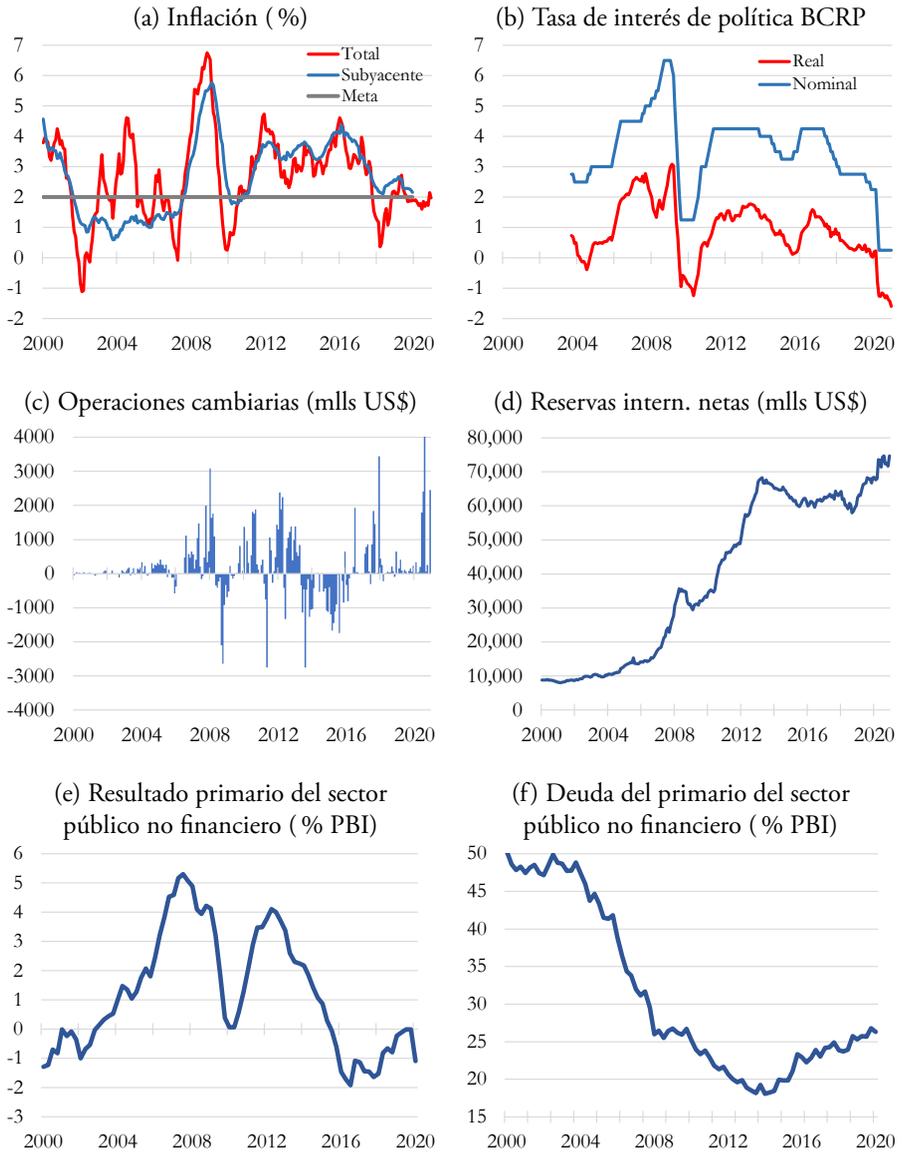


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

En la figura 4(c) se observa una relación de libro de texto, en cuanto al tipo de cambio. Tanto el tipo de cambio nominal como el tipo cambio real se redujeron (apreciación) de manera sustancial en 30 % durante el *boom*, lo que genera una serie de efectos importantes por el lado de la oferta. En un contexto de precios rígidos, la apreciación disminuye los costos de producción locales por los menores precios de los insumos importados, efecto que expande los márgenes e incrementa la rentabilidad, lo cual estimula, a su vez, la inversión y producción por parte de las empresas. Ello facilita los encadenamientos productivos, dando pie a un mayor dinamismo.

En lo relativo a precios, durante la etapa inicial del *boom* no se observan presiones inflacionarias, a pesar del alto crecimiento de la economía y de la inversión.

Figura 5
Indicadores de políticas monetaria, cambiaria y fiscal



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

Las presiones inflacionarias se fueron dando de manera muy gradual y parte de esto se explica por la apreciación sustancial que reduce los costos de producción y permite que la economía produzca más sin presiones inflacionarias, lo que podría ser interpretado como un producto potencial más alto.

En la figura 4(d), tampoco notamos cambios sustanciales en los precios relativos al inicio de este período. El cociente de precios no transables versus transables se mantuvo casi inalterado entre 2000 y 2008; es a partir del 2008 cuando se aprecia una mayor presión sobre los precios no transables *vis-à-vis* los precios transables. El libro de texto indica que el precio de los no transables debería incrementarse mucho más rápidamente y eso no se dio. Una posible explicación es que la apreciación abarata mucho los costos de producción de bienes no transables, disipando presiones inflacionarias de este sector.

Respecto a la reacción de política monetaria, en la figura 5(b) se observa que el BCRP decidió continuamente elevar la tasa de interés a pesar de que la inflación subyacente se encontraba por debajo del rango meta, como podemos ver en la figura 5(a). Una lectura de esta evolución es que si el BCRP se rezagaba respecto a las tasas de interés internacionales afectadas por la Reserva Federal, se podría estimular una depreciación que genere presiones inflacionarias futuras, poniendo en riesgo la capacidad de controlar la inflación. En vista de ese riesgo es que el BCRP comienza a elevar las tasas de interés de manera preventiva. Asimismo, es posible que los análisis en tiempo real de la brecha del producto del BCRP indicaran que el país estaba creciendo muy por encima de su potencial. En este contexto de una posible brecha de producto positiva, los riesgos de enfrentar mayor inflación en adelante se incrementan y eso lleva a tener tasas de interés más altas.

Un aspecto adicional es el descalce cambiario (*currency mismatch*). El Perú tenía un alto nivel de dolarización de créditos y, en ese entorno, un aumento de la tasa de interés extranjera genera un efecto desproporcionalmente negativo sobre la economía porque muchas empresas locales poseen deudas en dólares. En previsión a esos eventos, el BCRP gira su política hacia una posición mucho más restrictiva.

Otra herramienta de política utilizada durante el *boom* es la intervención cambiaria, la cual se llevaba a cabo básicamente a través de la compra de dólares en el mercado *spot*. Esto llevó a que las reservas internacionales aumenten de manera sustancial, como se aprecia en las figuras 5(c) y 5(d). En este punto es interesante conectar el *boom* de *commodities* con la reducción de las primas por riesgo para el Perú y, a la par, la entrada capitales, muchos de los cuales buscan un *carry trade*.

Este *carry trade* ocurre cuando los inversionistas buscan ganar por el diferencial de tasas de interés y, al mismo tiempo, ganar por la apreciación de la moneda. El problema es que estos capitales entran en busca del *carry trade* pero, cuando ven riesgos de pérdidas, salen muy rápidamente. Entonces, en cierta manera la

reacción del BCRP al neutralizar apreciaciones súbitas mediante las intervenciones cambiarias funcionó como un castigo, un impuesto, al *carry trade*. Ello neutraliza los choques en la cuenta de capitales, que de ser negativos pueden generar efectos perniciosos para la economía.

Claramente, esta respuesta fue contraria a la prescripción teórica estándar y las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional del momento que abogaban por un tipo cambio flexible. Resulta interesante que años después se racionaliza esta práctica como una regla óptima cuando los choques no se dan a través de la curva IS o la curva de Phillips, sino mediante la cuenta capitales, ver por ejemplo Farhi y Werning (2014).

Por el lado fiscal, definitivamente se aplicó una política contracíclica. Los superávits primarios como porcentajes del PBI fueron enormes, lo que permitió reducir la deuda pública a niveles mínimos, como se aprecia en las figuras 5(e) y 5(f). El ciclo positivo de los TI fue utilizado para construir espacio fiscal y la reducción de la deuda pública generó una mejora en el perfil crediticio. Ello contribuyó a que se otorgue el grado de inversión al Perú, lo que a su vez permitió emitir deuda de mayor plazo en moneda local y eliminar casi por completo el descalce cambiario que afectaba a las cuentas fiscales del Perú.

En buena parte, la historia de los noventa condiciona la reacción monetaria y fiscal durante el *boom*. En los noventa vivimos frenazos en los flujos de capitales, *sudden stops*, frente a los cuales es muy difícil reaccionar. Por el lado de política monetaria, se acumularon activos para poder reaccionar cuando llegue otro frenazo. Por el lado fiscal, se trató de neutralizar la exposición de las cuentas fiscales a esos choques porque un frenazo, que genera una depreciación nominal notoria, elimina el espacio fiscal si uno tiene un descalce cambiario y altos niveles de deuda.

La revisión histórica de los choques de TI y su gestión por parte de los hacedores de política plantea una serie de disyuntivas para el futuro. ¿Qué pasaría si experimentamos una reversión de los TI de similar en magnitud al *boom* de 2001 a 2011? ¿Qué pasaría si los TI cayeran, como en los ochenta, 50 % de aquí en adelante? ¿Qué políticas tendríamos que estar activando para gestionar más eficazmente ese escenario?

Sin duda, la situación planteada es extremadamente difícil de estabilizar, principalmente porque es un choque tan grande que puede empujar a la economía contra varias restricciones. Primero, tenemos rigideces reales. La inversión es irreversible, súbitamente un sector es menos rentable y no se puede deshacer ese capital para emplearlo en otro sector con mayor rentabilidad. Existen además otros costos de ajuste; por ejemplo, los costos de despido no permiten realizar grandes ajustes a las planillas. Esto costos de ajuste pueden generar asimetrías en el ciclo económico.

Por otra parte, existen rigideces nominales a la baja. El mercado laboral formal podría mostrarse reacio a la baja de salarios y eso se podría traducir en un incremento del desempleo o de la informalidad. Finalmente, se podrían reactivar las restricciones financieras. Hoy en día quizá estas restricciones no son tan relevantes, pero si bajan los TI de manera sustancial y se comprometen las cuentas fiscales a los niveles de deuda actual, entonces enfrentaríamos mayores restricciones financieras que nos restan espacio para reaccionar, y que se trasladarían a las empresas a través de mayores primas.

Al contar con menos espacio para reaccionar y acomodar este choque tan grande, la mayor parte del efecto tendría que ser absorbido por el tipo de cambio. Esto constituye un argumento a favor de la diversificación productiva. Si el sector exportador no primario es muy pequeño, la depreciación podría no ser tan beneficiosa en el corto plazo porque el sector exportador no absorbería la mano de obra liberada por otros sectores de la economía. Esto hace el ajuste más doloroso.

Por otro lado, el ajuste de la economía a nuevos precios relativos internacionales podría ser muy impopular, lo cual puede afectar las demandas de la población y alimentar políticas populistas. Este tipo de situaciones provocan efectos de más largo plazo. Los años ochenta ilustran elocuentemente lo que podría ocurrir si, además de la reducción de los TI, estos otros factores políticos confluyen.

5 Conclusiones

Definitivamente, los TI son un factor importante para los ciclos económicos en economías emergentes, y sus efectos pueden transmitirse mediante diferentes canales. La literatura tendría que profundizar el estudio de la transmisión a través de encadenamientos sectoriales. La evidencia presentada para el Perú indica que el *boom de commodities* no generó efectos asimétricos y de reasignación, sino que todos los sectores comenzaron a crecer más. Otro elemento de exploración relevante es el rol de los materiales importados como canal de transmisión de los TI. Sabemos que un *boom de commodities* conduce a una apreciación nominal que abarata los costos de producción, incrementa los márgenes y estimula la inversión. No obstante, también pueden emerger ajustes en la matriz productiva, utilizando insumos importados de mayor calidad que provocan, a su vez, ganancias en productividad. Véase, por ejemplo, Gopinath y Neiman (2014).

En términos de política monetaria, se enfatiza la reacción contracíclica y que la divina coincidencia se quiebra ante choques de TI. Una crítica a esta teoría, sin embargo, es que asume una política fiscal pasiva. Surge la necesidad de explorar políticas fiscales contingentes al estado de la naturaleza como complemento de la política monetaria en la estabilización del ciclo económico.

El caso peruano provee una evidencia significativa sobre el efecto de los TI en los ciclos económicos. Resalta el tema de los efectos sobre la inversión y los efectos de equilibrio general a través de los encadenamientos sectoriales, al menos inicialmente. Destaca también el hecho de que las autoridades adoptaron políticas contracíclicas que ayudaron a estabilizar el ciclo. Un aspecto importante es que estas políticas expandieron el espacio para amortiguar choques futuros. En este sentido, la reacción de política y la gestión de los TI en el Perú se asemeja a un sistema de gestión de riesgos.

Dado el tamaño de los choques de los términos de intercambio dentro de esta gestión de riesgos, cabe preguntarnos ¿qué espacio tendría el BCRP si estuviera muy cerca a la cota inferior de cero (*zero lower bound*, ZLB); por ejemplo, con una tasa de política tan baja como 0.50 %? Desde la perspectiva de gestión de riesgos, es probable que el BCRP vea la necesidad de salir de esta zona de ZLB incluso si las condiciones corrientes no lo ameritan. Es importante la construcción de espacio monetario para poder reaccionar si el panorama se dificulta en el futuro.

Por el lado fiscal, la mayor parte de la reacción de política ha sido a través de la acumulación de activos o la reducción de deuda, lo que brinda un autoseguro: acumulas activos en fondos contingentes como el fondo de estabilización fiscal. No obstante, existen formas más eficientes de alcanzar el mismo resultado mediante *risk-sharing*; es decir, compartiendo el riesgo con inversionistas foráneos. Un caso interesante es el de México, que cuenta con un sistema de protección a través de opciones para su exposición al petróleo. Conviene explorar ese tipo de mecanismos que no recaen en la acumulación continua de activos, que puede ser lenta, y que más bien podrían dar un espacio para flexibilizar las cuentas fiscales.

Referencias

- Bianchi, J. (2011). Overborrowing and systemic externalities in the business cycle. *American Economic Review*, 101(7), 3400-3426.
- Broda, C. (2004). Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries. *Journal of International Economics*, 63(1), 31-58.
- Drechsel, T., McLeay, M., & Tenreyro, S. (2019). *Monetary policy for commodity booms and busts* (CEPR Discussion Paper n.º 14030). Center for Economic and Policy Research.
- Farhi, E., & Werning, I. (2014). Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*, 62(4), 569-605.
- Fernández, A., Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2017). World shocks, world prices, and business cycles: An empirical investigation. *Journal of International Economics*, 108, S2-S14.

- Ferrero, A., & Seneca, M. (2019). Notes on the underground: Monetary policy in resource-rich economies. *Journal of Money, Credit and Banking*, 51(4), 953-976.
- Gali, J., & Monacelli, T. (2005). Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy. *Review of Economic Studies*, 72(3), 707-734.
- Gopinath, G., & Neiman, B. (2014). Trade adjustment and productivity in large crises. *American Economic Review*, 104(3), 793-831.
- Instituto Peruano de Economía. (2021). *Contribución de la minería a la economía nacional* (Inf. Téc.). Lima: Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía.
- Llosa, L. G. (2013). *How do terms of trade affect productivity? The role of monopolistic output markets* (Documento de Trabajo n.º 2013-07). Banco Central de Reserva del Perú.
- Llosa, L. G., & Panizza, U. (2015). La gran depresión de la economía peruana: ¿una tormenta perfecta? *Revista Estudios Económicos*, 30, 91-117. (Banco Central de Reserva del Perú)
- Mendoza, E. G. (1995). The terms of trade, the real exchange rate, and economic fluctuations. *International Economic Review*, 36(1), 101-137.
- Nolazco, J. L., Lengua-Lafosse, P., & Céspedes, N. (2016). *Contribución de los choques externos en el crecimiento económico del Perú: un modelo semi-estructural* (Documento de Trabajo n.º 2016-06). Banco Central de Reserva del Perú.
- Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2016). Downward nominal wage rigidity, currency pegs, and involuntary unemployment. *Journal of Political Economy*, 124(5), 1466-1514.
- Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2018). How important are terms-of-trade shocks? *International Economic Review*, 59(1), 85-111.
- Winkelried, D. (2016). Piecewise linear trends and cycles in primary commodity prices. *Journal of International Money and Finance*, 64, 196-213.
- Winkelried, D. (2018). Unit roots, flexible trends, and the Prebisch-Singer hypothesis. *Journal of Development Economics*, 132, 1-17.

Crisis y liquidez: lecciones desde la crisis rusa

GUILLERMO A. CALVO*

Este capítulo describe la evolución y los efectos de dos crisis financieras que tuvieron en común una destrucción masiva de liquidez: a saber, la Crisis Rusa de 1998 y la Crisis Financiera Global que se inicia con la quiebra de Lehman Brothers en 2008. La primera golpea fuertemente a las economías emergentes; la segunda, a gran parte de la economía mundial. Con estos episodios, se motiva un análisis más profundo sobre los aspectos comunes acerca de la liquidez y su dinámica. Ello permite extraer lecciones y reflexiones relevantes para la crisis que venimos experimentando desde los inicios de la pandemia de la COVID-19.

1 Introducción

Pensando en el tema con el que quería contribuir a este homenaje a Renzo Rossini, encontré un informe que hice junto con un par de colegas, Eugenio Díaz Bonilla y Alejandro Izquierdo, sobre entrada de capitales, volatilidad cambiaria y estabilidad de la política monetaria en el Perú. El trabajo fue escrito en junio de 1998 y la crisis rusa ocurrió un poco después, en septiembre de 1998. Ello me recordó la discusión del momento. Luego de la crisis del Tequila de 1994, que el Perú sobrellevó muy bien, perduraba la preocupación de que ocurriera otra crisis y resultaba razonable pensar que el Perú tendría la fortaleza para sobrellevarla. Además de haber empezado a recibir grandes flujos de inversión extranjera directa, había acumulado reservas gracias a la importante mejora en la calidad de la política monetaria, luego de la hiperinflación sufrida a finales de los ochenta. Sin embargo, la crisis rusa golpeó con mucha fuerza, aunque vale la pena destacar que luego el Perú se recuperaría, siguiendo una trayectoria de crecimiento notable relativo al resto de América Latina.

* Me complace participar en este homenaje a Renzo Rossini, a quien conocí por mucho tiempo y quien fue un profesional muy comprometido con las labores del BCRP y con su investigación. Quisiera extender mi más sentido pésame a toda la familia de Renzo y recordarlo con una sonrisa, pensando en las ideas que se quedan con nosotros, que siguen siendo válidas y vigentes.

El objetivo de este capítulo es repasar las lecciones aprendidas de esa crisis y de la Crisis Financiera Global (CFG) de 2008, para luego reflexionar sobre la crisis actual de la pandemia de la COVID-19. No busco predecir lo que pueda ocurrir, porque es muy difícil. Si hay algo que hemos aprendido es que estas crisis son muy complejas y nunca son idénticas; siempre hay algo nuevo en cada una.

Enfatizo el rol de la liquidez, a pesar de ser un concepto muy complejo de definir. La liquidez, como se dice en inglés, *is in the eyes of the beholder* (depende del “cristal con que se mira”). Si todos creemos que algo es líquido, entonces es líquido; si pensamos que no es líquido, deja de serlo. Siendo algo tan etéreo, explicaré más adelante por qué la liquidez puede hacer la diferencia en estos episodios.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera. En la segunda sección, revisaremos las crisis financieras desde 1998. La tercera parte explora la importancia de la liquidez en estos episodios. Reservo la última parte para hacer una breve referencia a la pandemia y al rol de la liquidez en este contexto.

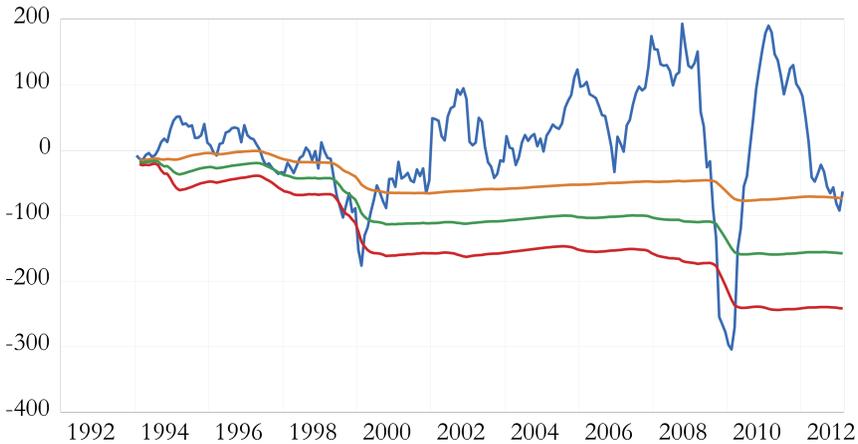
2 Las crisis financieras desde 1998

Antes de agosto de 1998, veníamos de un periodo en el que al Perú le había ido muy bien. Logró superar, sin contagiarse y sin contratiempos, la crisis del tequila y la crisis asiática. El país tenía reservas abundantes y se había recuperado de la hiperinflación que lo azotó a finales de los ochenta. A pesar de sus fortalezas, la crisis rusa provocó en el Perú lo que llamamos un *sudden stop*. Estos episodios ocasionan una parada repentina y significativa del crédito doméstico. Cuando visité el Perú en esos años, participaba de discusiones sobre su resiliencia. Una posición, muy razonable por cierto, defendía que el país no sufriría un *sudden stop* por los importantes flujos de inversión extranjera directa que recibía, ya que este tipo de inversiones es estable y no se puede ir fácilmente.

Para revisar lo que ocurrió, en la figura 1 presento el flujo de crédito doméstico (la línea más ruidosa), junto con límites de confianza inferiores calculados con una, dos y tres desviaciones estándares (las líneas más suaves). En primer lugar, lo que se observa es que, durante la crisis del tequila, el flujo de crédito no sufrió mayores cambios. Sin embargo, la crisis rusa gatilla un *sudden stop* con una caída progresiva de este indicador. No se anticipaba que disminuyera en tres desviaciones estándares. Después, la CFG de 2008 fue mucho peor, pero aprendimos una lección muy valiosa: “un país que está muy bien preparado, puede enfrentar un *sudden stop* importante”, como ocurrió con el Perú.

Entonces, lo mínimo que uno aprende es que en toda crisis siempre hay algún elemento no anticipado. La crisis de 1998 cambió en definitiva nuestra forma de pensar, ya que sorprendió que prácticamente todos los países emergentes, aún con

Figura 1
Sudden stops del crédito doméstico en el Perú



Nota: Variación interanual del crédito real junto con límites de confianza calculados con una, dos y tres desviaciones estándares.

Fuente: Banco Mundial. Elaboración propia.

todas las fortalezas del Perú, resulten sufriendo. Una crisis que empezó en Rusia, un país muy pequeño en ese momento que representaba menos del 1 % del producto mundial y que no comerciaba significativamente con América Latina, terminó siendo considerado “la madre de todos los *sudden stops* emergentes”. Fue una crisis descomunal que desconcertó a todo el mundo: el diferencial EMBI, que mide el riesgo país en países emergentes, pegó un salto fortísimo, por encima de los 1500 puntos básicos, de la noche a la mañana, y le llevó casi cinco años regresar a los niveles previos a la crisis.

Todas las teorías de ese entonces resaltaban la importancia de los fundamentos: no tener déficits fiscales, mantener niveles altos de reservas, entre otros. Hubo que revisar esas teorías para entender lo que pasó y hoy, que ya hemos asimilado lo que ocurrió, comprendemos la relevancia de la liquidez. Cuando uno otorga un préstamo a intermediarios financieros o mantiene fondos en un banco, piensa que tiene recursos muy líquidos y que los puede retirar cuando quiera. Lo cierto es que estos intermediarios financieros, que mantienen pasivos de corto plazo con el público, otorgan préstamos importantes de largo plazo en el sector real. Esto es lo que conocemos en inglés como *mismatch*, y este descalce entre activos y pasivos puede generar una crisis. Antes de 1998 se decía que esto no tenía por qué pasar, pero en 1998 pasó. Aprendimos que si bien el problema puede estar en quien pide pres-

tado, muchas veces el problema se encuentra del lado de los propios prestamistas, como se propone en Calvo y Mendoza (2000).

La crisis comienza cuando el Fondo Monetario Internacional (FMI) no rescata a Rusia, la cual sufrió una salida de capitales por un problema de *default* de su deuda interna. Esto indujo a ciertos inversionistas a salir corriendo, en particular, la firma LTCM, famosa por sus vínculos con los premios Nobel de economía Myron Scholes y Robert C. Merton. Esta salida termina enviando una señal al mercado, que tuvo que inferir el origen del problema: los mercados de capitales mundiales, los mercados emergentes o dificultades circunscritas a Rusia.

Debemos recordar que los mercados emergentes habían empezado a dinamizarse poco tiempo antes, de hecho en la misma década de 1990, y se consideró razonable pensar que el problema provendría de los propios mercados emergentes. Cuando esa idea tomó fuerza, los inversionistas salieron de los emergentes o por lo menos dejaron de entrar. De repente, una región que ya estaba recibiendo fondos de manera genuina para inversión, que parecía un mercado nuevo y exitoso, sufrió una corrida generalizada.

Un elemento muy importante es que los bancos centrales globales no salieron al rescate de los emergentes. Al contrario, la CFG de 2008 provoca un crecimiento mayor al 100 % de la base monetaria en EE. UU. en un período muy corto, e incluso muchos otros bancos centrales siguieron proveyendo liquidez en los años posteriores. En el contexto de la pandemia, volvieron a poner un montón de dinero en el mercado. En la crisis rusa, sin embargo, no se hizo nada, ya que se pensaba que era una crisis confinada a países emergentes. La Reserva Federal (Fed), por su carta orgánica, tiene la obligación de asegurar que el sistema financiero de los EE. UU. funcione bien, y no tiene la obligación de ir a salvar al resto del mundo. Lo mismo ocurrió con otros bancos centrales mundiales.

Esta es una lección muy valiosa sobre el rol de los bancos centrales en estas circunstancias. Las inyecciones de liquidez que la Fed de EE. UU. comenzó a hacer a partir de la CFG de 2008 se han mantenido. La Fed ha seguido inyectando, tanto que ya se dice que se les fue la mano, y que los países avanzados volverán a tener inflación como en los años setenta porque se están combinando un montón de plata arriba de la mesa con un aumento del precio de ciertos *commodities* como la energía. Así, hoy se discute mucho en los medios sobre la posibilidad de que toda esta hiperactividad del banco central, que fue muy útil en su momento, de repente empiece a tener efectos inflacionarios que puedan traer complicaciones.

Luego viene la CFG que empieza con una fenomenal corrida contra la liquidez mundial. Los activos seguros (*safe assets*) como los bonos de EE. UU. y de otros gobiernos de países avanzados caen en un valor equivalente al 15 % del producto mundial, una caída repentina y enorme, y los *shadow banks* poseían muchos de

estos activos. Estos activos se usaban como colateral en estos bancos que no son bancos comerciales tradicionales y operan con cantidades muy importantes. Los depositantes eran los fondos de pensiones y, en el papel, tenían liquidez para asegurar que podrían pagar ante una corrida de depósitos. Lo que ocurre cuando estos activos seguros pierden valor de mercado es que, repentinamente, esos bancos que parecían fuertes dejaron de serlo.

Si vemos el *haircut index* podemos entender cuán rápido puede cambiar la liquidez. Cuando este índice es 0, quiere decir que el mercado considera que el activo es totalmente líquido. A medida que este índice va subiendo, la liquidez cae y cae tanto que el índice llegó a casi 50 % en 2008. Entonces, esos activos pierden valor de la noche a la mañana. A partir del 2 de septiembre de 2008, cuando se profundiza la crisis, los activos perdieron 40 % del valor. Cuando el depositante ve que el banco enfrenta problemas, es razonable que trate de salir corriendo.

Los bancos centrales pudieron haber dejado que los capitales huyan y que quiebren todos los bancos, particularmente los que no estaban bajo supervisión. No obstante, prefirieron intervenir porque si estos bancos caían, habrían arrastrado a todo el sistema debido a sus vínculos con los bancos comerciales. Es este potencial contagio lo que da un ímpetu a los bancos centrales para aplicar una política monetaria tremendamente expansiva, a niveles nunca antes vistos.

Cuando esto ocurre, se recuerda la Gran Depresión de 1930, en la que el banco central fue mucho menos proactivo. Friedman y Schwartz (1963) opinaban que eso fue precisamente lo que hizo que la crisis fuera tan profunda. Por eso, los bancos centrales salieron a hacer lo opuesto a lo hecho en la crisis de 1930.

También recuerdo que en ese momento se pensaba que, si en 1998 una corrida de capitales le pegó tan duro a todos los emergentes; la corrida de 2008 contra EE.UU., Inglaterra y la Eurozona prácticamente haría “desaparecer” a los emergentes, pero ocurrió todo lo contrario. Los emergentes habían aprendido de la crisis de 1998: acumularon reservas de una manera impresionante mientras mejoraban la cuenta corriente de la balanza de pagos. A nivel externo, los países avanzados aumentaron fuertemente la liquidez mundial, algo que no ocurrió en la crisis de 1998, ofreciendo adicionalmente facilidades a los países emergentes para que puedan adquirir liquidez sin necesidad de endeudarse indebidamente.

Además, China incrementó el gasto público de manera fenomenal, pasó de 18 % del PBI en 2007 a 25 % en 2019, lo que califico como un súper experimento Keynesiano. Todo eso ayudó; sin embargo, el fenómeno central es la liquidez. La recuperación de los emergentes fue rápida, no duró más de un par de años.

3 Liquidez: muy importante, muy dejada de lado

La palabra clave para entender las crisis es “liquidez”. La liquidez es muy difícil de definir. Intuitivamente, un bien es líquido si se puede “liquidar” rápidamente sin una pérdida importante, es decir, si puede ser cambiado rápidamente por otro activo, bien o servicio. Los activos seguros tienen esta propiedad. La pregunta es ¿por qué? Pensemos en uno de los activos seguros más importantes en las finanzas internacionales: el dólar. ¿Por qué el dólar es tan poderoso? Podríamos argumentar que la Fed de EE. UU. tiene una mayor capacidad de aumentar la cantidad de dinero de una manera significativa sin generar inflación, al menos en el corto o mediano plazo; no obstante, si nosotros los emergentes quisiéramos hacer algo parecido, el nivel de precios explotaría.

El dólar, en realidad, no es más que un “papelito sucio”. Hoy día se discute mucho sobre el Bitcoin y que no está respaldado por nada, pero tampoco hay mucho detrás del dólar. Esta pregunta ha sido analizada por economistas desde hace mucho. Yo pensé hace una década en una respuesta, que en Calvo (2012) llamé *Price Theory of Money*, y se relaciona con argumentos dados en Keynes (1936):

“El hecho de que los contratos estén fijos y los salarios sean estables en términos del dinero, sin ninguna duda juega un papel muy importante en hacer que el dinero tenga tanta liquidez” (Keynes, 1936; capítulo 17, p. 236).

Es decir, el dinero tiene valor porque la gente fija los precios en esa moneda y no los cambia todo el tiempo. Los precios rígidos garantizan el valor del dinero en términos de bienes y servicios, lo que implica que el dólar es más que un papelito. Además, el dólar se refuerza si los precios se fijan de forma traslapada (*overlapping prices*), pues eso garantiza que solo un puñado de precios va a cambiar en cada unidad de tiempo. Pensemos ahora en Bitcoin. Si bien puedo fijar los precios en esta criptomoneda, estos cambiarán todo el tiempo. Entonces, esto no genera liquidez y a nadie le gustaría tener parte importante de su riqueza indexada a Bitcoin por la incertidumbre de no saber a dónde irá.

El dólar no solo se usa para fijar precios, sino que es una moneda global. Boz, Gopinath, y Plagborg-Møller (2017) muestran que el dólar es la moneda que más se usa para el comercio internacional aún entre países que no tienen como moneda el dólar, como los emergentes, cuyos intercambios comerciales ocurren mayoritariamente en dólares. Además, el dólar está en todas partes, lo que refuerza aún más la *Price Theory of Money*. El euro está tratando de llegar ahí, aunque el dólar sigue dominando en el sistema financiero.

Como indiqué, las criptomonedas todavía tienen problemas debido a la volatilidad de su valor. Este punto es importante, si uno cree que la observación de Keynes tiene mérito. Los que producen o minan Bitcoins tratan de que sean utilizados como unidad de cambio. El Salvador, por ejemplo, ha autorizado el pago en Bitcoins en vez de dólares, a pesar de que ellos están dolarizados. Dudo que esto funcione y me resulta controversial, pero por lo menos podemos tomarlo como un experimento.

Además, recientemente se ha creado un nuevo instrumento en los mercados de Estados Unidos: ETF (fondo cotizado) para contratos futuros en Bitcoin, lo que le brinda liquidez a Bitcoin y es un mercado, no solo *over the counter*. Es totalmente transparente y recién está empezando, es algo para tener en cuenta.

Por otro lado, a diferencia de los EE.UU., los países emergentes no cuentan con una moneda de reserva equivalente al dólar. En ese contexto uno se cuestiona si es una buena idea que flote. Surge la idea de “miedo a flotar”, que estuvo inspirada en mi visita al Perú y en discusiones que sostenía con Renzo Rossini: yo afirmaba que el BCRP estaba controlando el tipo de cambio, pero él lo entendía de otra manera. En Calvo y Reinhart (2002) mostramos que en todos los países emergentes había este miedo a flotar: flotaban mucho menos de lo que flotaba el dólar con respecto al euro o el yen o al marco alemán. Para lograr que una moneda sea realmente moneda en el sentido de que sea reserva de valor y que uno pueda pensar que su riqueza está denominada en una moneda estable, es perfectamente natural que un país se pegue un poco al dólar porque está comprando, en cierto sentido, la estabilidad de la moneda fuerte. El Perú ha hecho algo de esto y le ha ido muy bien, su desenvolvimiento ha sido extraordinario a través del tiempo.

Ahora, también podemos cuestionarnos si a EE. UU. se le está yendo la mano. Algo muy intuitivo es que lo que me da seguridad de que el dólar vale es que hay bienes del otro lado cuyos precios están en dólares; entonces, si de repente la oferta de dólares excede al PBI, pueden surgir complicaciones. Si el valor del dólar se deteriora por el abuso de las expansiones monetarias, EE. UU. puede perder ese poder. Tengo una serie de trabajos donde puedo explicar la aparición de una trampa de la liquidez, por ejemplo Calvo (2016; capítulo 2) y Calvo (2019), temas que se están discutiendo hoy, cuando el dólar empieza a perder fuerza.

En Calvo y Velasco (2021) discutimos sobre el rol de los bonos del tesoro de EE. UU. en el financiamiento de enormes déficits fiscales que ha tenido ese país y que siguen aumentando. A pesar de la mayor oferta, estos bonos mantienen su liquidez porque representan una promesa de recibir dólares. En términos del PBI, los bonos del tesoro en manos del sector privado se incrementaron del 30 % al inicio de la CFG, a un impresionante 75 % durante la crisis de la COVID-19. Dentro del banco central hay más bonos aún, ya que la Fed ha seguido políticas no

convencionales que si hubieran sido llevadas a cabo por países emergentes habrían sido severamente reprendidas.

Entonces, ¿qué podría ocurrir si esto se considera excesivo? Todo este valor, este choque de deuda de EE. UU., tiene como defensa atrás dólares, justo cuando el banco central está empezando a temer a un surgimiento de la inflación, y re-vertiendo su política de compra de activos. Ahora bien, si por alguna razón estos activos perdieran valor, la gente esperaría que el banco central salga a defenderlo; pero si sale a defenderlo retornaría a las compras de activos. Esto hace pensar en una especie de trampa, y lo dejo como una pregunta abierta porque no tengo la respuesta, aunque sea un tema fascinante para pensar.

El gran problema de la liquidez radica en que es creada de diferentes maneras. Imagine una pirámide invertida con tres niveles. En la base se encuentra el dinero *fiat* que es el efectivo; arriba de eso, en el segundo nivel, más grande, está M2; y en el tercer nivel se hallan los bonos del tesoro, los *shadow banks* y los derivados. Toda la liquidez está construida sobre el dinero *fiat* y M2, que son bases relativamente pequeñas. En el tercer nivel, hay mucha liquidez que depende finalmente de la base, en manos del banco central, y es necesario que salga a ayudar. El problema es que si ayuda indefinidamente, que es lo que ha pasado históricamente en nuestros países, la política monetaria pierde potencia porque estará constantemente limitada por el temor a que se caiga todo lo que tiene arriba.

La nueva tecnología ha creado incentivos para el desarrollo de nuevos instrumentos financieros. Por ejemplo, los ETF para contratos futuros en Bitcoin, que mencioné líneas arriba, han sido aprobados por la Comisión de Bolsa y Valores de EE. UU. (SEC), y aparentemente ha habido compras de acciones a niveles sin precedentes. Estas cosas están pasando y no se hacen notar mientras todo marche bien. No obstante, es difícil evaluar los riesgos y, cuando esto ocurre, podemos reaccionar de manera muy fuerte e incluso parecer racionales, aunque realmente durante estos episodios uno no sabe qué es lo que pasa. Es como cuando en un teatro alguien grita “fuego” y todos salen corriendo por la puerta. Mucha gente muere cuando todos tratan de salir al mismo tiempo.

Los emergentes, en particular, están atravesando por una situación de mucha debilidad porque muchos han tenido que ajustar el déficit fiscal y no poseen una moneda de reserva. A lo sumo cuentan con cierto apoyo del FMI, pero son recursos limitados. Realmente los fondos de los que disponen muchos emergentes son con frecuencia insignificantes para las necesidades que tienen. La situación es muy delicada desde este punto de vista.

Ya me estoy acercando al final de esta historia que, como pueden ver, tiene a la liquidez como protagonista. Reitero que la liquidez es un instrumento totalmente reconocido como importante; sin embargo, es difícil conocer su estructura, su

solidez y está en constante mutación con las nuevas tecnologías que emergen sobre medios de pago que sorpresivamente podrían reemplazar al dólar. En realidad, nadie tiene el manejo de eso. Por ello, los bancos centrales del mundo están tan preocupados por el hecho de que se estén desarrollando estas tecnologías y que luego no sea posible saber cuánta liquidez hay en el sistema. La tecnología es tal que no hay información que puedan conseguir; lo único que pueden hacer es prohibir; aunque prohibir tampoco sirve porque hay maneras de eludir las restricciones.

4 La liquidez y la pandemia

Ahora vivimos otra crisis. En EE.UU., el ratio M2 como proporción del PBI llegó al 50 % al final de la CFG, subió a 70 % hasta antes de la pandemia, y con la pandemia aumentó 20 % adicionales, a 90 %, en tan solo dos meses. Este incremento es impresionante y ha sido útil porque ha ayudado a capear los efectos de la crisis sanitaria. Sin embargo, la inflación es la contracara y ya existe preocupación respecto a si se mantendrá alta.

Otro tema preocupante es la tenencia de deuda federal por parte de los bancos de la Fed. Como se mencionó, la deuda de los EE. UU. creció mucho desde la CFG, y la Fed es un gran tenedor de aquella. Antes de que empezara la CFG, menos del 5 % de la deuda federal se encontraba en manos de la Fed; en 2015, esta proporción ya se encontraba en 15 %, y en el contexto de la pandemia se halla cerca del 20 %. Si esto lo hiciera el BCRP, probablemente se hablaría de dominancia fiscal. Ello puede generar inflación y no sabemos si traerá más inflación después.

Por eso, hay cierta gente que dice que este es un caso muy especial porque, a pesar de la gran cantidad de dinero inyectada, la gente no lo gasta porque existe mucha incertidumbre sobre el futuro. Así, cuando termine la pandemia y se alcance cierta normalidad, toda esta plata va a tener que reabsorberse. La pregunta es cómo se hace eso, cuando reabsorber significa poner de vuelta en el mercado los bonos que tiene la Fed, lo que posiblemente implique una corrida contra los bonos del tesoro americano. Esto ocurrió en 2013 cuando la Fed trató de vender los bonos y se produjo la primera famosa corrida llamada el *taper tantrum*. Este episodio fue muy serio a raíz de un gesto del entonces gobernador Ben Bernanke y provocó turbulencias en los mercados. Recientemente, hemos tenido momentos de nerviosismo en el mercado de bonos del tesoro en septiembre de 2019, marzo de 2020 y marzo de 2021. Esto no pasaba antes, lo que da la sensación de que, a lo mejor, el mercado está pensando que, con tantos bonos en su poder, la Fed no va a poder defender bien el valor del dólar, lo que genera preocupación.

Han pasado cosas muy curiosas que estamos tratando de entender. El mercado de valores en EE. UU. ha aumentado 35 % desde el principio de la crisis de la

Tabla 1
Señoreaje en América Latina de febrero 2000 a julio 2021

País	Cambio en M1 (% del PBI)
Argentina	2.7
Brasil	2.1
Chile	16.5
Colombia	4.6
Costa Rica	1.7
México	5.1
Perú	5.1

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

pandemia. Una hipótesis que yo barajo es que esta es una forma de inflación. Pongo un montón de plata en el mercado, la gente dice yo no sé qué va a pasar mejor guardemos la plata, pero en lugar de tenerla en casa compramos bonos y acciones. Eso pudo haber hecho que los valores subieran y por eso digo que la nueva inflación, por el momento, es parquear la liquidez de uno en algo que te va a rendir más. Efectivamente, el que se quedó en acciones ganó muchísimo.

Esto no solo ocurre en EE.UU. El *spread* que pagan ciertas firmas corporativas grandes de primera calidad en los emergentes se disparó al inicio de la pandemia. Luego, se empieza con esta política monetaria tan expansiva y hoy los *spreads* están más bajos que antes. Sin embargo, todavía no sale el capital de los emergentes, aunque esto también se puede revertir rápidamente. Si hubiera un ajuste y la gente busca sacar plata para comprar cosas que ahora sí puede, yo creo que van a empezar a tratar de meter mano en esta bolsa en vez de la otra.

Es muy interesante que durante todo este proceso los países emergentes hayan podido recaudar impuesto inflacionario sin mayor inflación. En la tabla 1, mostramos el impuesto inflacionario como proporción del producto entre 2020 y 2021. Se aprecia que el Perú tiene 5 % del producto, un valor significativo. Argentina no pudo recaudar mucho porque la gente mantuvo la plata, pero la pregunta es si esto es sostenible. La evidencia para América Latina y otros países emergentes es que la gente se quedó con la plata. El M1 en términos reales aumentó de manera formidable, 35 % en un año y medio. También esto es en parte, muy probablemente, por la incertidumbre que trae la pandemia y las medidas sanitarias para combatirla que hace que la gente decida quedarse más líquida. Además, era más difícil gastar e ir a un restaurante, por ejemplo.

5 Conclusiones

Entonces, la pregunta es ¿se sostendrá? De acuerdo con la información del FMI, en el año 2020, el déficit fiscal de los emergentes fue un poco más del 10 % del producto, y en 2021 se espera que sea menos, aunque no mucho menos. Esto se financió mucho con dinero y al inicio esto no trajo mucha inflación, pero ahora eso es más dudoso. Si uno mira datos de deuda, ha habido un aumento importante de endeudamiento en los emergentes, que es un reflejo de estos déficits que tiene como contrapartida dinero o bonos del país. La pregunta que uno se hace, y cuya respuesta es muy complicada en este momento, es ¿qué va a pasar si la situación se normaliza y la pandemia queda en la historia?

Desde el punto de vista científico es muy difícil hacer progresos porque la ciencia depende de tener una muestra estable. Cuando esta muestra está basada en fenómenos que no son idénticos, uno no sabe bien por dónde va a saltar el resultado. Al mismo tiempo, debido al cambio tecnológico tan fenomenal que estamos viviendo en el mundo virtual, se están desarrollando maneras de comerciar muy diferentes de las que conocíamos y que se han agudizado con esta crisis. Aparte de los problemas de oferta con el comercio internacional, problemas más físicos que de liquidez como disponibilidad de puertos y tiempos de espera, que complican aún más el panorama ideal para el investigador.

Entonces, estos temas de crisis y liquidez no solo son importantes para comprender la historia de nuestros países, sino que actualmente están siendo ampliamente discutidos. Vemos cosas que están pasando que son preocupantes y de las que lamentablemente aún conocemos muy poco.

Referencias

- Boz, E., Gopinath, G., & Plagborg-Møller, M. (2017). *Global trade and the dollar* (IMF Working Paper n.º 2017/239). International Monetary Fund.
- Calvo, G. A. (2012). *The price theory of money, Prospero's liquidity trap, and sudden stop: Back to basics and back* (NBER Working Paper n.º 18285). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Calvo, G. A. (2016). *Macroeconomics in times of liquidity crises: Searching for economic essentials*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Calvo, G. A. (2019). *Liquidity deflation and liquidity trap under flexible prices: Some microfoundations and implications* (NBER Working Paper n.º 26277). National Bureau of Economic Research, Inc.

- Calvo, G. A., & Mendoza, E. G. (2000). Capital-markets crises and economic collapse in emerging markets: An informational-frictions approach. *American Economic Review*, 90(2), 59-64.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379-408.
- Calvo, G. A., & Velasco, A. (2021). *Joined at the hip: Monetary and fiscal policy in a liquidity-dependent world* (BIS Working Paper n.º 967). Bank for International Settlements.
- Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1963). *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan. (14th edition, 1973)

La Crisis Financiera Global de 2008: respuesta de política monetaria y lecciones aprendidas

JULIO VELARDE*

En la Crisis Financiera Global de 2008, la corrección de una burbuja en el mercado inmobiliario en economías desarrolladas generó problemas de solvencia y un credit crunch, amplificados por fallas en la regulación financiera. La respuesta del Banco Central de Reserva del Perú se enfocó en preservar la efectividad de las acciones de política monetaria y asegurar el correcto funcionamiento de los mercados. Como resultado, se mantuvo la fluidez de la cadena de pagos y del crédito del sistema financiero, promoviendo la rápida recuperación de la actividad económica. Además, se logró la convergencia de la inflación al centro del rango meta en 2009.

1 Introducción

A pesar de que algunos señalan que la Crisis Financiera Global (CFG) de 2008 fue anunciada, la verdad es que su magnitud sorprendió a todos. Es cierto que Nouriel Roubini en el año 2006 había escrito un artículo financiero alertando sobre esa posibilidad. Incluso quizás alguien más influyente en ese momento como Raghuram Rajan, quien era Jefe de Estudios Económicos del Fondo Monetario Internacional (FMI), durante la reunión principal de banqueros centrales en Jackson Hall en 2006, comenzó a alertar de estos desequilibrios. No obstante, estoy seguro de que él no preveía un desastre de esta magnitud.

Robert Shiller también manifestó su preocupación sobre el precio excesivo de los activos e incluso Alan Greenspan hablaba de euforia en los mercados financieros. Todos los que han visto o leído “The Big Short” pueden dar cuenta de los libros que han tratado la crisis (Lewis, 2010). Tal vez la voz más influyente en la comunidad de hacedores de política, aunque poco conocida, era la del canadiense

* Quiero agradecer la invitación y de paso recordar a Renzo Rossini. Renzo fue un gran amigo, lo conocí más de 40 años, y fue un puntal en el BCRP. Durante 15 años, he conversado con él todos los días al menos cuatro horas. Su pérdida ha sido muy sentida en el BCRP y se hará sentir en la falta de su aporte para tomar las decisiones complicadas que depara el futuro.

Bill White, quien era el Jefe de Estudios Económicos en el Banco de Pagos Internacionales (White, 2006a, 2006b). Él sí venía advirtiendo de estos desequilibrios, pero su receta era, en mi opinión, equivocada, pues insistía en que frente a esta inflación de activos se debía subir las tasas de interés, algo muy difícil de justificar. Además, cuando hay euforia, subir tanto la tasa de interés para frenar el aumento de precios de activos, provocaría probablemente una recesión en el sector real. Hay otros instrumentos como los macroprudenciales que han podido usarse, más regulación también.

En agosto de 2007 ya comienzan a tener problemas los fondos de BNP Paribas, Bernstein e incluso Countrywide Financial, el principal emisor de hipotecas norteamericanas. Recuerdo que en las reuniones de banqueros centrales en que he participado se preguntaban en los comedores de la Reserva Federal de EE. UU. si realmente era un problema. Quienes decían que sí pensaban en un problema temporal de liquidez, no uno de solvencia. Se hablaba de usar las nuevas cosechas de préstamos para tratar de demostrar que no había problemas. Inclusive se acababa de anunciar un nuevo jefe en el área de supervisión bancaria en la Reserva Federal que asumiría en diciembre; esta persona defendía claramente que no había ninguna posibilidad de quiebras financieras. En general, la mayor parte de los actores, de los hacedores de política norteamericana, trataba de minimizar los riesgos.

Es importante entender los efectos en el Perú. Esta desconfianza en estos activos financieros que se hace más visible en agosto de 2007, trece meses antes de la quiebra de Lehman Brothers, indujo a una búsqueda de activos con mayor rendimiento y eso significó ingresos masivos de capitales para emergentes. El Perú en ese momento no tenía grado inversión, incluso no contaba con tantos instrumentos donde poner el dinero; aún así entraron cantidades masivas de dólares buscando desesperadamente activos, una vez que los MBS (*mortgage-backed securities*) y otros activos colateralizados no estaban rindiendo.

2 La euforia precrisis

Antes de la crisis el mundo crecía y veníamos de la “gran moderación”. La inflación parecía baja y controlada, lo que se atribuía a factores como la globalización misma, la incorporación de China al mercado mundial, entre otros. Adicionalmente, existía la firme creencia que habíamos aprendido a manejar el ciclo económico y evitar recesiones. Probablemente, los más jóvenes no lo recuerden, pero incluso en la prensa, como *Financial Times* o *Wall Street Journal*, la gente hablaba de que tal vez ya no iban a haber más recesiones, y dentro de ese ambiente no es de sorprender que los activos financieros no dejaran de subir. No se creía que hubiese un factor que finalmente los corrija.

El mundo en general estaba creciendo. Haré referencia a Europa donde se ve un crecimiento incluso mayor. En el año 2007, la eurozona crece 5.6 % y el año anterior 5.4 % que, para Europa, un continente desarrollado, son tasas sumamente altas. No es de sorprender que, un poco después de la quiebra de Lehman Brothers y que estalle la crisis hipotecaria en Inglaterra, se observen los problemas con la banca en Islandia. Allí, la banca estaba apalancada tantas veces con respecto a su producto que era casi imposible creer cómo un país con bancos sumamente pequeños había podido crear bancos internacionales capaces de captar miles de millones de depósitos; inclusive uno de estos bancos abrió oficinas en América Latina.

Obviamente, no pudieron pagar a depositantes extranjeros, pues los depósitos eran varias veces el PBI de Islandia. Recuerdo que Már Gudmundsson, gobernador del Banco Central de Islandia, luego de que unos volcanes islándicos lanzaran tanta ceniza y humo que interrumpieron los vuelos en los aeropuertos de Londres y Ámsterdam, bromeaba: *instead of cash we send them ash* (“En vez de efectivo, les mandamos cenizas”).

A su vez, España con un tipo de cambio fijo con respecto a la eurozona tenía un *boom* inmobiliario con enormes aumentos en el precio de la tierra y en los créditos inmobiliarios, que luego fueron responsables de una crisis salvaje en donde el desempleo alcanzó casi 20 % y que tomó bastante tiempo superar. Después de la crisis, habían salido capitales de España equivalentes al 50 % de su producto. No afectó al tipo de cambio porque, al encontrarse en una unión monetaria, el Banco de España puede firmar pagarés con los otros bancos centrales de la eurozona, el Bundesbank en especial.

El mundo se encontraba en la era de la globalización. El comercio mundial como porcentaje del PBI global venía creciendo fuertemente hasta la quiebra de Lehman Brothers que frena ese proceso. Había mucho apetito por riesgo, que se reflejó en los mercados internacionales de *commodities*. Cuando no hay suficientes activos para comprar en los EE. UU., los inversionistas entran en mercados emergentes, pero también invierten su dinero en *commodities*. Si uno piensa que el *commodity* va a subir algo, tomo posición para ganar con la subida de precio y, como varios hacen eso, sigue subiendo más y más y se convierte en un activo financiero. El índice de *commodities* de Reuters, un indicador conocido, alcanzó niveles de más de 450 hacia mediados de 2008; después de la quiebra de Lehman Brothers, el índice se desplomó a 300; luego, con la reactivación, se recuperan y hacia marzo de 2010 ya se superaba el nivel de 400.

En el Perú, la euforia era total. En el año 2008, a pesar de que el cuarto trimestre fue afectado por Lehman, crecimos 9.8 %. La inversión privada creció casi 26 % ese año. Los términos de intercambio y esta “financiarización” de los *commodities* nos beneficiaron fuertemente. Como dije previamente, esta euforia es muy difícil de

frenar. El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) subió la tasa de interés hasta 6.5 % y los encajes, pero la confianza desmedida de que voy a hacer plata de todas maneras persistió. A pesar de que el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) estaba en desacuerdo, también intervinimos comprando una cantidad masiva de dólares para evitar una apreciación excesiva.

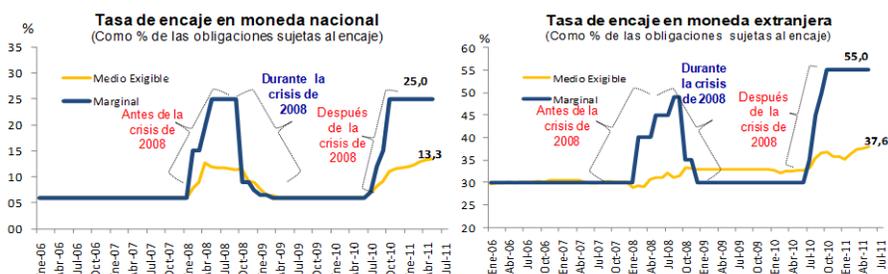
Lo que teníamos, similar al caso de España, es que estaba creciendo el precio de los inmuebles considerablemente. En 2006 uno podía comprar un departamento pequeño en Miraflores por 40 mil dólares; para 2008 esto era muy difícil por las fuertes subidas de los precios de los inmuebles. El problema cuando está metiéndose tanto dinero al sector no transable no es solo que el precio del inmueble sube 30 %, sino que además se fortalece el sol. Así, en dólares ya no gano 30 %, sino 50 %, lo que atrae todavía muchos más capitales que desequilibran aún más a la economía y termina habiendo una hipertrofia en el sector no transable. En algún momento esto debe corregirse, como ocurrió en España e Islandia.

Los inversionistas detrás de los flujos de capitales descubren nuevamente que existen los mercados emergentes. Conozco a varios exalumnos de la Universidad del Pacífico que cuando salieron los bonos, particularmente en los noventa con el plan Brady, fueron contratados por fondos internacionales que buscan gente de América Latina que conozca estos países y compre estos bonos. Después, cuando el mercado de bonos Brady se volvió poco atractivo, la región perdió atractivo y los despidieron. En estos años surge nuevamente un interés por América Latina, motivado por esta búsqueda de retorno porque ahora no se encuentran activos suficientes de EE. UU. El flujo de capitales de portafolio se multiplicó por un factor de casi 10 entre 2002 y 2007; entraron más de US\$ 50 mil millones en 2007 a América Latina. Dada la euforia precrisis, los cambios frente a la crisis, cuando ocurre, son mucho más fuertes. Cuando han subido tanto los *commodities*, la caída es más marcada; cuando han ingresado tantos capitales, el retiro te lleva a una mayor presión cambiaria porque el tipo de cambio se apreció al momento de ingreso de capitales, entre otras consideraciones.

Como se muestran en la figura 1, subimos la tasa de encaje para frenar esta expansión, tanto la tasa de encaje medio como la marginal, es decir, por cada incremento de depósitos subimos la tasa hasta alcanzar el 25 % en soles y hasta 49 % en dólares. Aun así, los créditos seguían creciendo enormemente. Es algo impresionante; uno tiene que vivir estos episodios para realmente entenderlos.

Por su parte, la figura 2 ilustra la intervención cambiaria. Se muestran las compras netas *spot* del BCRP. Este comienza a comprar fuertemente, entre 2005 y agosto de 2008, periodo en el que se compraron casi US\$ 25 mil 400 millones, a un ritmo más marcado entre 2007 e inicios de 2008. En 2008 ya no sabíamos cómo absorber estos capitales. Buscaban casi cualquier resquicio para entrar. Los

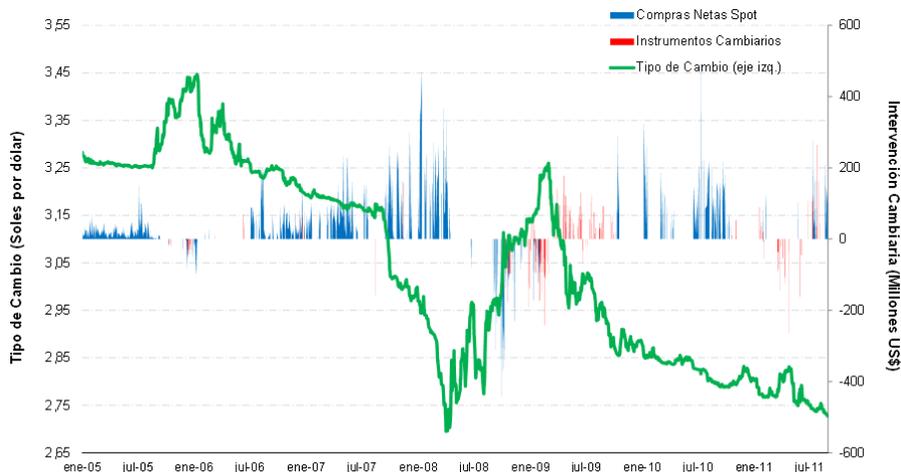
Figura 1
Tasas de encaje (porcentaje)



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

bonos peruanos no tenían un mercado tan grande, en ese momento sumaban alrededor de US\$10 mil millones, es decir, como 14 % o 15 % del monto que existe actualmente. Asimismo, mientras que en 2021 casi el 53 % de los bonos del gobierno en soles está en manos extranjeras, en ese momento era solo el 20 %, es decir, todavía no había tanta confianza en los papeles del Perú. Por ello, los inversionistas buscaban meterse más en papeles de corto plazo. Los mercados de futuros

Figura 2
Tipo de cambio e intervención en el mercado cambiario



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

y de *forwards* no estaban tan desarrollados como ahora. Entonces no había tanta contraparte cuando querías hacer operaciones en el *forward*, en parte porque todo estaba de un solo lado, apostando a que el sol se fortalecía. Durante la crisis, las líneas hacia abajo en la figura 2 indican que se intervino vendiendo, particularmente con derivados.

Tomamos un grupo extenso de medidas. El papel de corto plazo por excelencia era el Certificado de Depósito del BCRP (CD-BCRP). Como comprábamos dólares emitiendo soles, debíamos retirar los soles usando estos papeles que, obviamente, se usan para regular la liquidez de la banca y evitar excesos de liquidez producto de estas compras. Recuerdo que nos enteramos casi dos semanas después por un funcionario que se habían metido extranjeros a comprar fuertemente los CD-BCRP. Lo que tuvimos que hacer inicialmente fue evitar que se renegociaran. Por ello, creamos los certificados de depósito de negociación restringida (CD-BCRP NR). Después pusimos una penalidad de 4 % que encarecía la transferencia de los certificados fuera del sistema financiero peruano. Este 4 % anulaba la rentabilidad por parte de inversionistas extranjeros.

Además, introdujimos la posibilidad de que los bancos utilizaran depósitos a plazo en el BCRP directamente, en vez de hacerlo a través de subastas. Esto es prácticamente equivalente a que vengan por ventanilla a una tasa dada en vez de ir a la subasta. Lo hicimos para absorber esta liquidez mientras no supiéramos cuán bien iban a funcionar las limitaciones a las transferencias fuera del sistema financiero y el *fee* del 4 % que pusimos a las transferencias.

Con todas estas medidas, secamos el mercado de papeles de corto plazo que eran básicamente los papeles del BCRP y se calma un poco el mercado. Así, el sol empieza a dejar de ganar valor continuamente hasta que los inversionistas descubren otro mecanismo. Se mantuvieron en el corto plazo porque todavía no confiaban mucho, era como estar metiéndose en el agua probando cuán caliente está, y terminan entrando en depósitos de los bancos privados. Comenzamos a ver que crecían bruscamente los depósitos en soles de los bancos y vimos que eran instituciones financieras y fondos del exterior que estaban depositando. Con su ingreso presionaban a la apreciación del sol y entraron apostando que con esa apreciación iban a ganar bastante. Tuvimos que fijar el encaje en 120 % para los depósitos de instituciones financieras del exterior, es decir, para que los bancos le apliquen una tasa negativa. Estos flujos de capitales masivos fueron los primeros efectos de esta desconfianza generalizada en las obligaciones colateralizadas.

La preocupación era que estábamos creciendo a 9.8 % con un crecimiento del precio de *commodities* enorme. En el caso del precio del petróleo este año aumentó en 69 %. La inflación de EE. UU. llegó a 5.6 % y el Perú tuvo inflación de 6.5 %, que era más baja que la de países dolarizados como El Salvador o Ecuador. En Chi-

le, la inflación se disparó a más de 10 % y subió su tasa de interés a 10 %. Sabíamos que se estaban generando desequilibrios que iban a estallar después. Buscábamos la manera de parar esa euforia.

3 El impacto de la crisis

Cuando vino la crisis realmente no sabíamos qué tan grave era. En la época, Eichengreen y O'Rourke (2012) famosamente publicaron un comparativo con la Gran Depresión de 1930. Al inicio, con la fuerte caída de la producción industrial, todo el mundo pensó en 1930. Incluso la caída del comercio global fue peor que en 1930. Ahora sabemos que fue mucho menos severa, pero la magnitud del desplome inicial fue una sorpresa.

Puede discutirse si estuvo bien dejar caer a Lehman Brothers o no; existen muchas posiciones al respecto. Lo cierto es que produjo un impacto masivo. Nadie sabía si la contraparte en algún crédito o instrumento podría responder. Los *haircuts* a los activos más seguros, que usualmente se tomaban al 100 %, se volvieron bastante altos por este temor. Como no se sabía cuánto debía Lehman Brothers, por ejemplo a Goldman Sachs, Goldman Sachs no podía atender como contraparte y se generaba un efecto cadena. Esto se acentúa cuando entra en problemas AIG, una aseguradora que vendía *credit default swaps* (CDS), es decir, garantías para protegerse en caso un gobierno o una empresa dejara de pagar su deuda.

En octubre de ese año recuerdo la reunión anual del FMI. En ese momento yo presidía el Centro de Estudios Monetarios de América Latina (CEMLA) y siempre organizábamos reuniones con expositores alrededor de las reuniones del FMI. El primer día tenía que exponer Guillermo Ortiz, presidente del Banco Central de México, y me llama urgentemente pidiéndome cambiar la fecha para el siguiente día. La razón es que estaba por embarcar y recibió una llamada en la que le decían que se estaba depreciando el peso mexicano 100 %. Pasó de 10 a 20 y, a diferencia del resto de monedas que se corrigió, en el caso del peso mexicano el tipo de cambio se mantuvo cercano a ese valor.

Luego estaba en una cena un domingo, también en el marco de las reuniones del FMI, y se levanta el presidente del Banco Central de Brasil excusándose porque no puede quedarse pues estaban cayendo varios bancos en su país. Era una situación realmente difícil de creer. En la semana siguiente, el Banco Central de Chile invita a una reunión a seis banqueros centrales asustados, que eran de los seis países más grandes de América Latina. No solo eso, al caminar por los pasillos del FMI en ese momento uno veía los rostros desencajados de los ministros de economía del mundo y de los presidentes de los bancos centrales. Nadie sabía si lo que se estaba viviendo era la gran depresión de la que habíamos leído tanto.

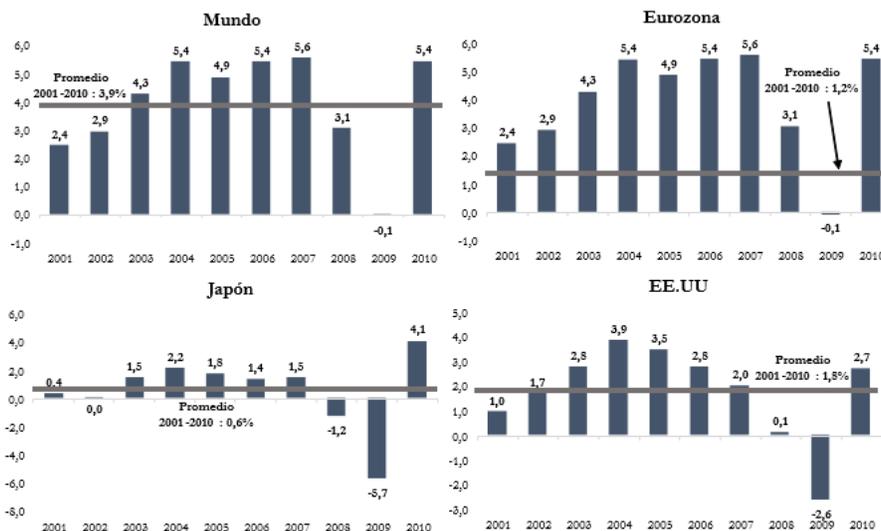
El mercado monetario europeo tenía que abrir al día siguiente y todo el mundo sabía que no había la liquidez suficiente, que probablemente muchos fondos de muy corto plazo no iban a poder. Aquí, creo que fue decisiva la acción de los bancos centrales más grandes. En esa reunión, precisamente, iniciaron un esquema de salvataje para que el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo tuvieran el apoyo suficiente. Quien actuó en todo momento con mucha fuerza y con mayor decisión fue la Reserva Federal, los otros actuaron con más lentitud.

Borio (2013) plantea considerar el ciclo financiero y el ciclo económico como dos fuerzas que interactúan. El ciclo financiero sin regulación se retroalimenta con la confianza de que las cosas van a ir bien, empujando una mayor inversión. Uno defiende el mercado creyendo que las acciones micro tienen muchas veces una consecuencia macro positiva o no negativa. En esta interacción cada agente está individualmente maximizando su beneficio, pero al final están causando un desequilibrio grande que en algún momento deberá corregirse. Tal vez se avanzó muy rápido en la regulación de algunos mercados, en el caso de EE. UU. e Inglaterra.

¿Cómo frenar estos ciclos de espíritus animales? Si uno repasa la historia, véase por ejemplo Drehmann, Borio, y Tsatsaronis (2012) o Laeven y Valencia (2018), encontraremos que siempre han habido crisis financieras como las que estoy describiendo. Por ejemplo, la de 1907 en EE. UU. o la crisis de Baring a finales del siglo XIX. Sin embargo, muchas de las crisis, especialmente después de la Segunda Guerra Mundial, están asociadas con subidas de la inflación y reacciones del banco central que frenaban la expansión económica. Entonces, era común, hasta hace no muchos años, pensar que las recesiones se originaban en los bancos centrales. Pero ahora más bien son crisis financieras en las que el mercado en euforia ha llevado el precio a activos financieros a niveles insostenibles y después caen.

Creo que esto se ha agravado, es difícil decirlo, con los mecanismos de compensación y bonos de los intermediarios financieros. Michael Lewis escribió un libro sobre la crisis, particularmente en países europeos. En Alemania, donde todo es más controlado, entrevistó al presidente del Deutsche Bank y decía que si botaba a un *trader*, lo máximo que podría hacer es vender salchichas. En los setenta, un *trader* era una persona que estaba ajustada en cuanto a ingreso; en los noventa se hacía rico, rápidamente, en gran medida por las compensaciones y bonos. Algo interesante, mencionado por Greenspan, es que los bancos que sufrieron con la crisis de Lehman Brothers, eran los grandes bancos en los que el dueño no estaba involucrado tanto en el manejo. Bancos medianos y pequeños donde el dueño se involucraba, no hicieron estas apuestas audaces. Quizás en los bancos grandes, por ganar algo en el corto plazo, los *traders* o los gerentes se entusiasmaban metiéndose a estos activos e instrumentos derivados. En todo caso, sí considero que la crisis se desató por un problema en el ciclo financiero.

Figura 3
Crecimiento económico mundial (variación porcentual del PBI real)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

En abril de 2008, las proyecciones del FMI sobre la economía mundial eran optimistas. En octubre pasan a ser más pesimistas y en abril del año siguiente ya eran completamente negativas. Efectivamente ocurrieron muchas caídas. Como se observa en la figura 3, el PBI mundial se contrajo en 0.1 %, al igual que el de la Eurozona. Japón cayó en 5.7 %, EE. UU. sufrió una contracción del 2.6 %. Nosotros fuimos de los pocos países que no cayeron, como Colombia, China o Corea. Probablemente no lleguen a veinte e incluso puede que esté más próximo a diez el número de países que no sufrieron una caída del producto en el año 2009.

Sin embargo, en la figura 3 también se observa una recuperación y creo que acá fue esencial el rol de los bancos centrales. Es cierto que al principio tanto George Bush y, particularmente, Barack Obama tuvieron un paquete fiscal importante, pero después el senado limitó las posibilidades de mantener el estímulo fiscal más allá del paquete inicial que implementó un poco después de la caída de Lehman Brothers. En Europa, el contralor fiscal alemán hizo lo propio, limitando el impulso fiscal que terminó siendo relativamente débil. Ello determinó que el juego estuviera en manos de los bancos centrales.

En el mundo, la recuperación fue rápida y en el caso de emergentes fue aún más marcada. Existieron muchos factores detrás de esta dinámica. En el cuarto

trimestre de 2008, China creció solo un poco más de 1 %, un ajuste significativo. Ante ello, puso toda la carne al asador y aplicó fuertes políticas expansivas de infraestructura y de estímulo al gasto y al crédito para conseguir un crecimiento de 6.1 % en el primer trimestre de 2009. Esto ayudó al resto de emergentes a través del canal de precios de *commodities*.

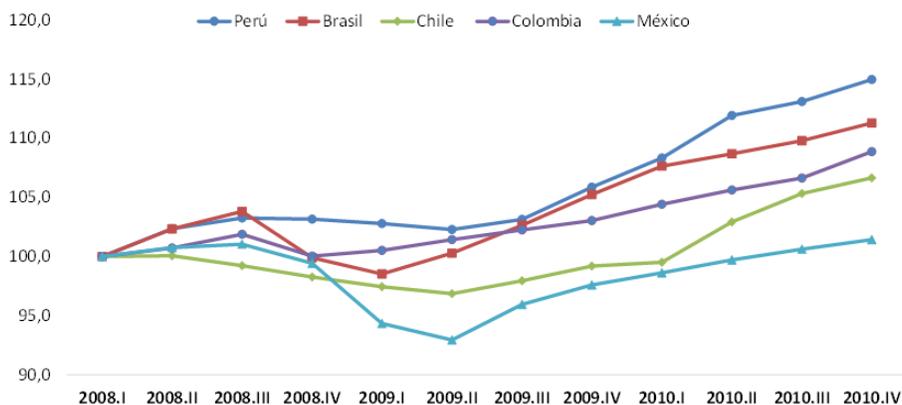
Otro factor importante fue la línea de *swaps* extendida por la Reserva Federal a Brasil, México, Singapur y Corea del Sur para que reciban dólares a cambio de reales, pesos mexicanos, dólares de Singapur y won coreanos, respectivamente. Si bien el Perú no estaba directamente en el programa, calmar estos mercados grandes entre los emergentes, catalogados como “sistémicos”, ayudó a que las presiones cambiarias en todos los emergentes bajaran.

Países como Colombia, Chile o Brasil experimentan depreciaciones del orden del 50 % que se revirtieron entre cuatro y cinco meses después. En el caso del Perú, al intervenir suavizamos un poco ese proceso. Estas devaluaciones en un periodo tan corto es como tratar de hacer un viaje de Lima a Chiclayo vía Nueva York. Realmente no tiene mucho sentido. Es cierto que uno nunca puede saber lo que pasará en el futuro, pero en lo posible se pueden moderar estas fluctuaciones.

El precio del dólar es un precio importante. Así como luchamos con la inflación para que no entre una neblina que haga que los precios no sean una buena señal de asignación, algo similar también pasa con el tipo de cambio. Con ello no estoy defendiendo un régimen de tipo de cambio fijo, que no responde a fundamentos, pero que tampoco sobre reaccione de manera significativa frente a cualquier movimiento no fundamental.

El *boom* inmobiliario es otro factor. Tuvimos un crecimiento enorme en el precio de las propiedades. Luego, la caída del precio llevó a que no pudiesen pagarse las hipotecas. Un elemento interesante por considerar, y que solo ha sido parcialmente estudiado en EE. UU., es que usualmente cuando ha habido una crisis hipotecaria el gran problema es la demora en solucionarla, ya que nadie quiere cargar con el costo. ¿Quién asume el costo del no pago? ¿El banco que no puede cobrar? ¿Los clientes que a la larga se les quita su casa o se les da un periodo más largo, pero pagando? ¿El Estado subsidiando? Esa discusión a veces evita que se solucionen los problemas. El tiempo que se toma en decidir quién carga con el costo muchas veces retrasa en gran medida la solución de una crisis. En otros países sí se han tomado medidas para afrontar crisis hipotecaria; sin embargo, en el Perú no se hizo mucho para ayudar a acelerar su resolución. Recordemos que la principal riqueza de los hogares es la vivienda; entonces, cuando cae el valor de esta principal riqueza, se ve afectado el consumo.

Figura 4
PBI real desestacionalizado en América Latina (índice 2008.I = 100)



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística. Elaboración propia.

Asimismo, vimos una gran caída en el volumen de producción mundial y una contracción salvaje del flujo de capitales emergentes. Después de la euforia asociada al ingreso de capitales, todos se asustan y buscan salir a refugiarse en lo que se considera un lugar seguro, típicamente, EE. UU.; en segundo lugar, Japón; y, en tercer lugar, Suiza.

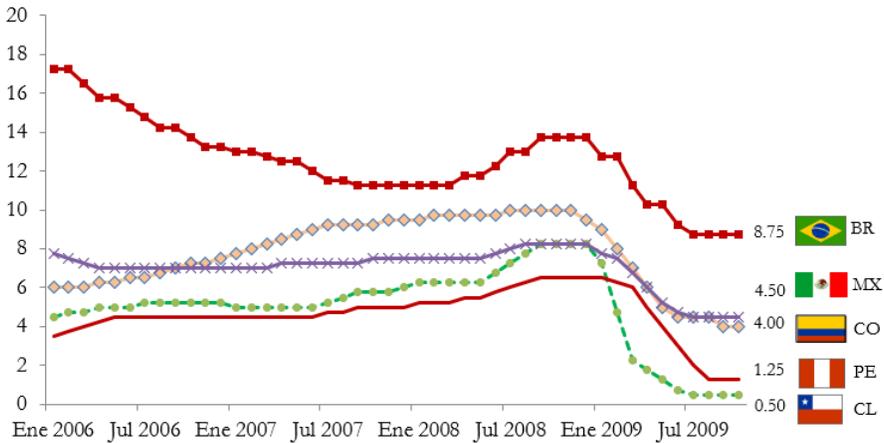
La desaceleración generó una disminución en el precio de los *commodities*, no solo por la caída de la demanda sino también porque caen los contratos no comerciales. Durante la euforia, se apostaba por la subida del precio de los *commodities*. En este periodo esa tendencia se revirtió y comenzaron a apostar por caídas en estos precios, lo que generó una fuerte corrección en los precios.

El Perú se recupera rápidamente, como se aprecia en la figura 4. Terminamos 2010 con un desempeño muy superior al de los otros países de la región. En 2009, Colombia creció 1.1 %, nosotros crecimos 1 % y los demás básicamente cayeron; en 2010 ya estábamos creciendo a 8.5 %, bastante más que los otros países. Brasil se acerca con un 7.5 % pero les termina costando. El presidente Luiz Inácio Lula da Silva estaba impulsando fuertemente el gasto y ello causó desequilibrios enormes que terminaron reflejándose en el periodo de su sucesora, Dilma Rouseff.

4 Respuesta de política monetaria y resultados

¿Cuál fue la respuesta de política monetaria? Ningún país de la región redujo sus tasas inmediatamente. El primero fue Colombia, que lo hizo cuatro meses después

Figura 5
Tasa de política monetaria en América Latina (en porcentaje)



Fuente: Bancos centrales. Elaboración propia.

de la quiebra de Lehman Brothers. La razón es que la presión cambiaria era enorme. Bajar la tasa en esa coyuntura implicaba una mayor depreciación, una mayor inflación y potencialmente un mayor colapso bancario.

No obstante, el Perú fue el país que más redujo su tasa, a 1.25 %, después de Chile que la bajó a 0.5 %, como se aprecia en la figura 5. Una diferencia importante con Chile fue el punto inicial. Chile partió de 10 %, una tasa bastante alta, mientras nosotros partimos de 6.5 %. Por ello no tuvimos tanta necesidad de bajarla rápidamente. Además, Chile se contrajo en 2009, mientras que nosotros todavía crecimos algo.

Otra de las medidas importantes estuvo ligada a los encajes. Revertimos toda subida de encaje hecha en los meses previos, como mostramos en la figura 1. Ahora, en lugar de evitar la entrada de flujos extranjeros, buscábamos más bien que ingresaran. Incluso teníamos instituciones financieras usando el fondo de depósitos del sistema bancario peruano. Además, exoneramos del encaje a los adeudados externos de corto plazo. Otro elemento fueron las operaciones repo con plazos elevados, de hasta un año. Otorgamos préstamos a los bancos con contrapartida, hasta un año y lo hicimos casi al comienzo de la crisis. Para que tengan ustedes una idea, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal lo hicieron seis y nueve meses después, respectivamente, es decir, fuimos bastante más agresivos.

Después, para aliviar un poco la presión cambiaria creamos *swaps* de dólares por soles, que eran *non-delivery*. Con este instrumento pudimos absorber parte de la

Figura 6
Curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Público (en porcentaje)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas. Elaboración propia.

demanda de cobertura de quienes invierten en activos peruanos. La idea era darles esta oportunidad y limitar de esta forma la presión en el mercado *spot*. Además, a diferencia de otros países, en el Perú los créditos y depósitos en moneda extranjera son relevantes. También hicimos repos en moneda extranjera para dar liquidez en dólares a la banca.

Bajamos la tasa de interés de referencia de 6.5 % a 6.25 % y fuimos bajando, poco a poco, más y más, pero un punto importante fueron los bonos del gobierno que comenzaron a sufrir caídas en su precio, lo que elevó los rendimientos hasta dos dígitos. Esto iba a causar problemas porque estas tasas impactan en las tasas hipotecarias y en las tasas de crédito a mediano y largo plazo, más que la tasa de política monetaria que fija el BCRP. Entonces, decidimos comprar estos papeles. Como a los bancos los habíamos provisto de liquidez, hicieron la tarea por nosotros, ya que compraron los bonos y con eso subió el precio del bono, bajó el rendimiento y evitamos, al menos, que esta subida fuerte de la tasa de interés de los bonos peruanos se trasladara al mercado hipotecario. En la figura 6 se aprecia cómo los rendimientos de los bonos se disparan en octubre. Anunciamos las compras y comienzan a bajar en noviembre y más aún en diciembre de 2008.

Regresemos a la figura 2, que muestra la intervención en el mercado cambiario. Mientras antes comprábamos, en este episodio vendimos 6,843 millones de dólares en el mercado *spot* y en Certificados de Depósito Reajustables (CDR). Los CDR son un instrumento para absorber presiones cambiarias. Se trata de certifica-

dos de depósitos que pueden comprar los bancos y pagan un interés que se reajusta en función del tipo de cambio. Durante la crisis, todos buscaban protegerse, disminuyendo su exposición al sol.

Vamos reduciendo la tasa de interés durante todo este episodio, pero es importante resaltar que este manejo se dio en un marco de incertidumbre. Uno no sabe si el problema está completamente solucionado, en otro momento sí ha sido más rápido como en el año 2000. En el caso de la pandemia, bajamos rápidamente la tasa de interés en dos momentos de 2.50 a 0.25 casi en tres semanas. Durante la CFG, era necesario inyectar liquidez masivamente desde septiembre de 2008. Inicialmente, las cantidades eran pequeñas y se fueron incrementando conforme el panorama se iba aclarando. Hablamos de miles de millones todos esos meses. El máximo fue en febrero de 2009, y ya en marzo de ese año se redujo significativamente la inyección de liquidez a los bancos.

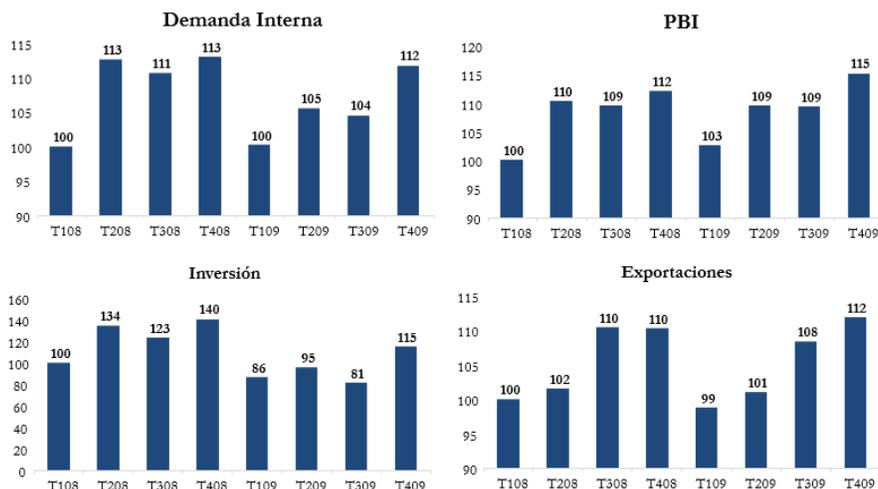
Algo importante de resaltar es que en ese momento creamos un instrumento que recién hemos utilizado a gran escala durante esta crisis de la pandemia. En 2009, abrimos la posibilidad de inyectar dinero a los bancos contra cartera, es decir, que la garantía fuera su propia cartera, castigada obviamente con los *haircuts* correspondientes. Esto es sumamente importante cuando los bancos están asustados de quedarse sin liquidez. En las crisis todo es liquidez, liquidez, liquidez. Nosotros prestamos a los bancos contra papeles del BCRP o papeles del tesoro. En esa oportunidad, les dijimos que estén tranquilos porque estábamos dispuestos a darles préstamos hasta un año inclusive, contra cartera para que de esa forma no estuvieran atesorando la liquidez y no prestando. En el caso de las instituciones microfinancieras creamos un fideicomiso en la Corporación Financiera de Desarrollo (Cofide) porque era más difícil prestarles directamente.

Como se muestra en la figura 7, los resultados fueron bastante buenos. La respuesta de demanda interna y producto bruto interno fue muy rápida. En el cuarto trimestre de 2009 estábamos 12 % encima del primer trimestre de 2008. En PBI e inversión estábamos 15 % por encima. En exportaciones 12 % por encima, es decir, fue una recuperación bastante rápida, mucho más que las de otros países.

La inflación llegó a 6.5 % en 2008, más baja que la del resto de la región, y eso es importante enfatizarlo. Obviamente, se corrigió fuertemente en 2009 por la recesión mundial y la caída de precios de *soft-commodities*. Por ejemplo, el petróleo que nos afecta por el lado de precios es relevante.

En la figura 8 podemos apreciar el resultado en el crédito. El Perú es la línea más alta y creciente. Nos sigue Brasil con sus políticas expansivas y hay países como Chile en donde el crédito cae. En México, el crédito incluso cae ligeramente, y en Colombia crece muy poco. En todo caso, la expansión del crédito fue bastante grande y la colocación de bonos se mantuvo estable en el caso peruano. Entre

Figura 7
Principales agregados macroeconómicos durante 2008 y 2009 (Índice 2008.I = 100)



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

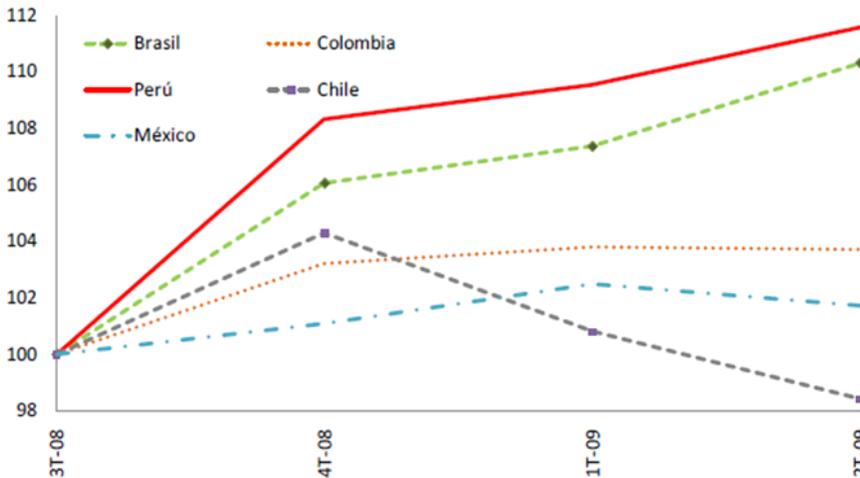
los países de la región con metas de inflación, fuimos los que tuvimos el mejor desempeño en esta dimensión. Mencioné que el gobernador del Banco Central de Brasil tuvo que retirarse en medio de una cena porque los bancos caían. En el Perú, la situación del sistema financiero se mantuvo bastante sólida, sin señales de contagio. La provisión agresiva de liquidez estuvo siempre orientada a que no se incube una crisis financiera como sí comenzó a mostrarse en otros países.

5 Lecciones aprendidas

La primera lección es que no es suficiente con la estabilidad macroeconómica para la estabilidad financiera. De allí que la palabra “macroprudencial”, que antes era casi desconocida, ha comenzado a ser cada vez más importante desde la CFG. Varios gobiernos establecieron comités macroprudenciales conformados no solo por los bancos centrales, sino también por los ministerios de economía o hacienda, las superintendencias de bancos, entre otros.

La segunda lección es que si bien estos choques tienen una probabilidad baja, cuando se producen tienen un efecto que puede ser devastador. Los efectos sobre la economía pueden ser altamente no lineales y debemos crear las herramientas para entenderla de esa manera.

Figura 8
Crédito al sector privado por países (índice, 2008.III = 100)



Fuente: Bancos centrales. Elaboración propia.

En tercer lugar, aprendimos que no solo es importante el enfoque microprudencial sino también el macroprudencial. No enfocarse en bancos de manera individual sino como parte de todo un sistema y las interconexiones entre ellos. Asimismo, sabemos que si el crédito hipotecario sube fuertemente a la larga habrá problemas con los que no será fácil lidiar. Dentro de varias medidas posibles, lo que parece funcionar mejor, aunque de manera imperfecta, es limitar el tamaño del préstamo relativo al valor inmueble o relativo al nivel de ingresos de la familia. No obstante, pueden eludirse estas reglas cuando se juntan amigos para subir el nivel de ingresos o al valorizar los inmuebles casas en el momento del *boom*, cuando probablemente el precio esté ostensiblemente elevado. En todo caso, y como cuarta lección, la tasa de interés no es el único instrumento, sino que necesitamos otros instrumentos macroprudenciales.

Una quinta lección, basada en la experiencia de mis años en los que he sufrido varias crisis, es que todas las crisis son distintas. Uno puede tratar de seguir lo que ocurre para sonar la primera señal de alarma y tener la agilidad para responder rápidamente. Se dice que todas las familias normales se parecen entre ellas, mientras que las disfuncionales son cada una distinta de la otra; las crisis también. Si se viene en los próximos años una crisis, probablemente sea distinta de la que hemos experimentado antes y, por ende, las medidas que tengan que tomarse también serán de distinta magnitud, contenido y tal vez incluso de orientación.

Logramos que en 2008 la inflación sea sumamente baja y, a pesar de que la inflación cayó fuera del rango, incluso debajo de 1 % en 2009, recuperamos nuevamente el rango en 2010.

Reitero que “liquidez, liquidez, liquidez” es una parte fundamental para mantener la cadena de pago. Aquí el crédito del sistema financiero se vuelve un factor indispensable. En nuestro caso, el crédito creció más que en otros países y aseguramos que hubiera esta liquidez en los bancos que les permitiera comprar bonos y corregir las distorsiones que están produciéndose en la tasa de interés.

Creo que reducir la volatilidad extrema del tipo de cambio también es una lección, que ciertamente no es practicada por todos los países. Quizás los asiáticos son quienes más lo han hecho. Tal vez las malas experiencias de algunos países de la región como Chile o Colombia con la intervención los desalientan de usar este instrumento.

Finalmente, está la preocupación de siempre sobre la hipertrofia en los mercados financieros. El crédito excesivo de un sector en desmedro de otros causa preocupación porque va a corregirse. Probablemente, la preocupación principal esté en el sector no transable porque después, cuando se vea que caen los precios de los inmuebles, el flujo de capitales que entró para financiar el *boom* va a buscar salir. Esto pasó en Europa del Este, una de las regiones que más sufrió con la quiebra de Lehman Brothers. Allí, los bancos se habían endeudado a través de líneas del exterior con bancos de Suiza o de la zona euro para hacer préstamos hipotecarios. República Checa, Hungría, Polonia sufrieron fuertemente por esta exposición de créditos hipotecarios a cambios en el valor de su moneda.

Referencias

- Borio, C. (2013). Macroeconomics and the financial cycle: Hamlet without the Prince? *VoxEU & CEPR* (February 2).
- Drehmann, M., Borio, C., & Tsatsaronis, K. (2012). *Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!* (BIS Working Paper n.º 380). Bank for International Settlements.
- Eichengreen, B., & O'Rourke, K. (2012). A tale of two depressions redux. *VoxEU & CEPR* (March 6).
- Laeven, L., & Valencia, F. (2018). *Systemic banking crises revisited* (IMF Working Paper n.º 2018/206). International Monetary Fund.
- Lewis, M. A. (2010). *The big short: Inside the doomsday machine*. New York: W. W. Norton Company.
- White, W. R. (2006a). *Is price stability enough?* (BIS Working Paper n.º 205). Bank for International Settlements.

Julio Velarde

White, W. R. (2006b). *Procyclicality in the financial system: Do we need a new macro-financial stabilisation framework?* (BIS Working Paper n.º 193). Bank for International Settlements.

Lecciones después de la Crisis Financiera Global

VICENTE TUESTA *

Tras años de estímulo monetario sin precedentes, en 2013, la Fed anunció el fin de sus programas de expansión cuantitativa. El limitado conocimiento de los agentes económicos sobre la estrategia de retiro de estímulo monetario incrementó la incertidumbre y, consecuentemente, la volatilidad en los mercados financieros internacionales, constituyendo importantes retos para la política monetaria en países desarrollados y, sobre todo, en economías emergentes. Además, con niveles bajos de tasas de interés, los bancos centrales utilizaron el 'forward guidance' como instrumento de política monetaria para asistir la normalización. El mundo enfrenta desafíos similares en la coyuntura post pandemia de la COVID-19.

1 Introducción

En este capítulo discutiré las lecciones después de la Crisis Financiera Global. Esta ha marcado una nueva dinámica de gestión en los bancos centrales y, por consiguiente, ha afectado la forma en la que los mercados interpretan y anticipan las decisiones de política monetaria, y cómo toman decisiones sobre la base de estas interpretaciones. Es interesante notar que hoy en día estamos saliendo de una crisis originada por otros factores no esperados, como la pandemia del COVID-19, pero que nos sitúa en un escenario bastante similar después de nuevas inyecciones cuantitativas masivas por parte de los diversos bancos centrales.

Presentaré cuatro temas que están muy ligados entre sí. Primero, la rabieta de los mercados, el denominado *taper tantrum*, luego de la inyección y retiro de liquidez y la volatilidad que este retiro del estímulo monetario originó en economías emergentes. Segundo, comentaré sobre el rol de la orientación hacia delante, el denominado *forward guidance*, muy utilizado luego de esa inyección cuantitativa, pues los bancos centrales tuvieron menos espacio para continuar bajando las tasas de interés y comenzaron a usar otro tipo de instrumentos, esta vez comunicacionales, para gestionar la política monetaria. Tercero, relacionaré esta nueva forma de

* Es un gusto participar en este homenaje a un muy apreciado colega y amigo, Renzo Rossini.

gestionar la política monetaria, mediante la orientación hacia delante y el impacto en la incertidumbre. Desde el punto de vista de mercado, se aprecia que los agentes económicos han comenzado a interpretar mejor esta nueva forma de manejar la política monetaria y, por tanto, está aminorando la incertidumbre y su impacto en los mercados financieros. Finalmente, hablaré sobre dónde se encuentra el mercado hoy y qué esperamos dada la nueva configuración de política monetaria.

2 La rabieta de los mercados

Lo primero es mostrarles qué pasó luego de que Ben Bernanke, gobernador de la Reserva Federal durante la crisis, anuncia el retiro del estímulo monetario. Luego de la crisis de 2008, se tomaron medidas no convencionales de inyección de liquidez masiva, la hoja del balance de la Reserva Federal aumentó en 745 %; a medida que la economía se recuperara, se tenía que retirar esa enorme cantidad de dinero. El problema era que los mercados desconocían cómo se iba a implementar este retiro y hubo una sobre-reacción en los mercados, una “rabieta”.

En el verano boreal de 2013, Bernanke anunció que iba a retirar el estímulo monetario, frenando la inyección cuantitativa y la compra de los bonos. Ello gatilló un crecimiento significativo en la tasa de los futuros de eurodólares a 3 meses, que pasó de menos de 1.5 % a más de 3 %; hacia finales de 2013, esta tasa habría retornado a sus niveles previos al anuncio, ya que parece que los agentes económicos interpretaron o aprendieron que el retiro iba a ser mucho más gradual que lo anticipado. Asimismo, las tasas de largo plazo del tesoro americano, las tasas de diez años, se incrementaron de 1.5 a 3 %, aunque tardaron mucho más en revertir a niveles previos al anuncio.

La sobre-reacción inicial y el aprendizaje posterior también se aprecia en mediciones de la volatilidad implícita de las tasas de interés, por ejemplo en el índice MOVE (Merrill Lynch Option Volatility Estimate). Este da un salto sustancial de niveles entre 50 y 60 a valores entre 110 y 120 a mediados de mayo de 2013; a mediados de septiembre, el índice de volatilidad se reduce sustancialmente a niveles en torno al 60 inicial.

La reacción fue también inusual en las economías emergentes, más allá de lo que el mercado anticipaba. De mayo a junio de 2013 se registra una caída dramática en los flujos de capitales (bonos y acciones) en varios países emergentes, incluidos países latinoamericanos y de Asia. En ese mismo mes, los tipos de cambios nominales en estos países registraron un salto importante. En su momento, atribuimos la sobre-reacción a la incertidumbre respecto a cómo se iba a retirar la liquidez. Paso a señalar los argumentos que abogan a favor de esta hipótesis.

Luego de la crisis, los mercados emergentes recibieron alrededor del 50 % de los flujos de capitales, un aumento significativo relativo al 20 % que recibían antes. La crisis y la inyección cuantitativa redujeron la percepción del riesgo en las economías emergentes; dado que las tasas de interés en países desarrollados ya eran lo suficientemente bajas, muchos inversionistas fueron a la búsqueda de retorno en economías emergentes con buenos fundamentos macroeconómicos. Estas economías tenían además tasas comparativamente altas y de cara al inversionista ofrecían una apuesta lo suficientemente atractiva dado el riesgo que se estaba tomando.

Como se mencionó, la búsqueda de retorno luego de la crisis hizo que los flujos de portafolio fueran a Asia emergente y Latinoamérica. Estos, tanto en renta fija como en renta variable, crecieron a un ritmo mucho mayor que el de los flujos de inversión directa extranjera o el de los créditos corporativos a empresas a nivel internacional, que incluso disminuyeron como correlato del desapalancamiento de los bancos en el periodo poscrisis. Así, se incrementó la exposición de las economías emergentes a capitales transitorios. Una vez que los diferenciales de retornos no compensaran la baja percepción de riesgo, estos capitales saldrían.

Después de la crisis se esperaba un mayor retorno en las acciones porque las economías desarrolladas estaban recuperándose a mayor velocidad que las emergentes. lo que volvía a las acciones de países desarrollados bastante atractivas. No obstante, desde el punto de vista de renta fija, los países emergentes se veían mucho más atractivos porque tenían aún tasas altas. Por eso, es importante también notar que gran parte de estas nuevas entradas de capitales se colocaron en renta fija, más que en acciones, especialmente deuda soberana.

Luego del anuncio del potencial retiro o la pausa en la compra de activos por parte de la Reserva Federal, hay una respuesta importante en las economías emergentes. Entre estas, las que registraban los mayores déficits en cuenta corriente en 2013 (Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica) experimentaron una depreciación nominal más pronunciada. Definitivamente, los fundamentos macro importan cuando hay esta reversión en los capitales, así como cuando hay una venta de los activos de riesgo como la moneda, los bonos y las acciones.

Sin embargo, los bancos centrales estuvieron preparados y reaccionaron con diferentes tipos de medidas: incrementos en la tasa de interés de referencia (en casi todos los casos), medidas macroprudenciales (India e Indonesia), controles a la salida de capitales (Brasil, India e Indonesia), intervención cambiaria activa (varios países), y la provisión de liquidez para capear la tempestad. Los bancos centrales estaban equipados para manejar esta incertidumbre y los que reaccionaron oportunamente sobrellevaron mejor la mayor volatilidad.

Entre otras cosas, estas respuestas de política monetaria aliviaron las presiones cambiarias iniciales. Al principio, en el impacto, los gestores de inversión no dis-

crimian y cuando toman una decisión respecto al potencial riesgo en economías emergentes lo hacen de manera agregada. Luego de ello ya se empieza a discriminar, dependiendo de las acciones de política de los bancos centrales, y se comienza a identificar las economías menos vulnerables, produciéndose un reacomodo de portafolios. Eso es lo que ocurrió en la práctica.

El retiro del estímulo monetario no fue completamente entendido por el mercado y eso causó un impacto importante en los activos de riesgo. El episodio deja la lección de que es clave mirar hacia adelante y utilizar este caso de estudio para definir cómo es que debería cambiar la forma en la cual los bancos centrales comunican y gestionan la política monetaria, y la manera en que los mercados atienden o interpretan las acciones de los bancos centrales.

3 *Forward guidance*

La comunicación efectiva por parte de los bancos centrales es clave para reducir la incertidumbre. Chari, Stedman, y Lundblad (2017) investigan el impacto de la política monetaria de la Reserva Federal sobre los flujos en los mercados emergentes en varios periodos: previo a la crisis, cuando se inyectó la liquidez a través de la inyección cuantitativa, y cuándo se empezó a retirar o a anunciar el retiro del estímulo monetario. Los periodos corresponden, respectivamente, a tres formas de gestión monetaria que enfatizan instrumentos diferentes: tasas de interés, inyecciones cuantitativas y anuncios. El principal hallazgo es que el impacto del anuncio del retiro del estímulo monetario es crucial, en tanto implica un efecto negativo y estadísticamente significativo sobre los flujos de capital y el tipo de cambio (US\$ por peso). Es tan relevante, tan material, como el que se obtiene ante los anuncios de la tasa de interés previo a la crisis.

Así, la política monetaria de Estados Unidos puede generar un impacto importante en los activos de riesgo en economías emergentes. Dado que la forma en la cual se gestiona la política monetaria es, a la larga, una combinación de aumento de tasa interés y anuncios sobre intenciones de política monetaria futura o *forward guidance*, es fundamental conocer cómo la configuración de política afecta los mencionados activos. El *forward guidance* es una herramienta de política que llegó para quedarse. Se ha demostrado que reduce la incertidumbre macro, ancla las expectativas tanto de inflación como de tasas y tiene un impacto en economías emergentes. Cuando los bancos centrales cuentan con menos espacio para bajar tasas, la comunicación sobre la trayectoria futura de tasas se vuelve una herramienta clave. Blinder, Ehrmann, De Haan, y Jansen (2017) realizan una encuesta entre académicos y hacedores de política y reportan que gran parte de los encuestados, sobre todo los académicos (el 80 %), consideran que *forward guidance* va a

mantenerse como potencial instrumento de política. Mi impresión es que si esta encuesta, realizada en 2017, se realizara hoy, sería más favorable aún respecto al uso del *forward guidance*.

Recientemente, Swanson (2021) muestra que el *forward guidance* tiene un efecto sustancial y significativo en los retornos de los bonos del tesoro americano, en las acciones en el índice S&P500, en los bonos corporativos y el valor del dólar. Como ocurre con la evidencia presentada en Chari *et al.* (2017), estos efectos son comparables en magnitud con los efectos de cambios de las tasas de la Reserva Federal en tiempos normales.

Cabe hacer una pequeña digresión de por qué es importante para los bancos centrales. Los bancos centrales usan modelos de equilibrio general para la proyección de la inflación y para estudiar sus decisiones de política. Lo que se encontró en los modelos tradicionales de equilibrio general dinámicos y estocásticos es que es difícil medir el efecto del *forward guidance* en estos modelos. Consideren la ecuación, tomada de Del Negro, Giannoni, y Patterson (2012):

$$y_t = -\frac{1}{\sigma} \sum_{k=0}^{\infty} \mathbb{E}_t(r_{t+k}),$$

que es una ecuación de demanda agregada tradicional, donde la brecha del producto (y_t) depende negativamente de los desvíos presentes y esperados de las tasas de interés real respecto a su estado estacionario (r_t). Esta relación no tiene un factor de descuento, lo que dificulta captar el impacto del *forward guidance* en estos modelos. Este es un aspecto metodológico que debe ser reexaminado e incorporado en los modelos de equilibrio general. No obstante, esta ecuación tan sencilla ofrece como primera predicción que el efecto sobre el producto corriente de un cambio anticipado en la tasa de interés real no cambia con el horizonte de implementación del cambio en esta tasa de interés. Asimismo, muestra que cambios anticipados en la tasa de interés nominal tienen un efecto más fuerte en las condiciones actuales cuanto más largo sea el horizonte de implementación. Ello, de hecho, sobreestima el impacto del *forward guidance*.

Varios estudios han tratado de solucionar estas dificultades, y lo que hacen es incorporar cambios en la forma en la cual los agentes económicos perciben las señales que da el banco central. Angeletos y Lian (2018) exploran los efectos de conjuntos de información específicos para cada agente. Por su parte, Gabaix (2020) usa argumentos de la economía del comportamiento, pues asume que los agentes no son plenamente racionales, sino que enfrentan un problema de atención. Estas consideraciones introducen un factor de descuento que hace que el efecto de cambios futuros en tasas interés sobre la brecha del producto corriente sea menor

cuanto más lejano sea el horizonte de implementación. Estas propuestas, sin duda, ayudan de alguna forma a reconciliar lo que se observa en la realidad con los modelos que utilizan los bancos centrales para implementar la política monetaria.

4 *Forward guidance* e incertidumbre

¿Cómo se vincula el *forward guidance* con la incertidumbre? Ya documentamos el salto importante en la incertidumbre a raíz de esta inyección cuantitativa sin precedentes, y discutimos cómo esta incertidumbre se agudizó cuando se desconocía la forma en que se iba a retirar el estímulo monetario. Dado que se cuenta con más historia, hay un aprendizaje sobre cómo actuaron los bancos centrales y el mercado, por lo que probablemente la incertidumbre sea menor cuando se intente retirar el estímulo monetario producto de la pandemia.

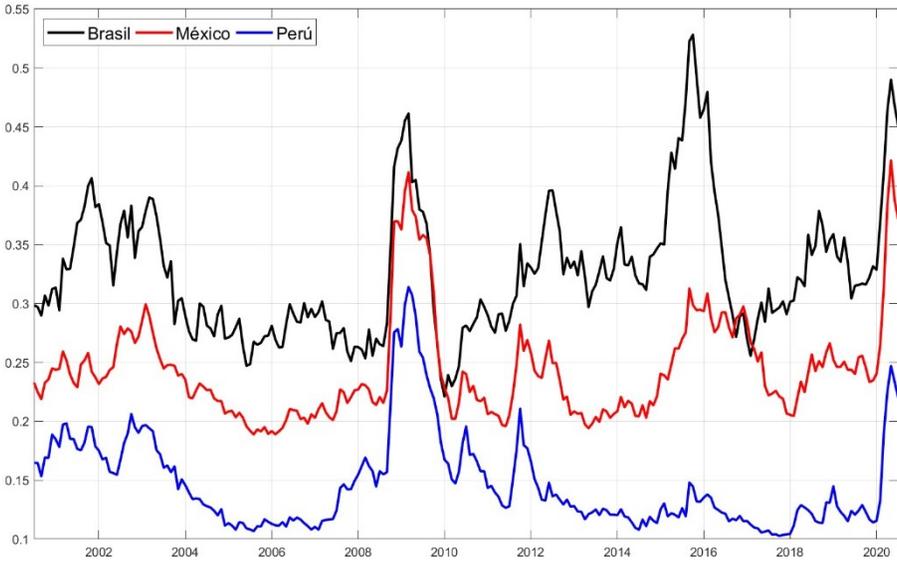
Un elemento analítico clave que está en boga hoy en día en la parte académica y política son los choques de incertidumbre. No se encuentran tradicionalmente en los modelos ni en la práctica de la banca central que daban énfasis a choques de productividad, monetarios, fiscales, de preferencias y otros. Sin embargo, existe literatura reciente que toma a la incertidumbre como un factor importante para explicar las variaciones de las variables macroeconómicas. Bloom (2009) y Christiano, Motto, y Rostagno (2014) son estudios pioneros al respecto.

Otra referencia interesante es Jurado, Ludvigson, y Ng (2015), quienes construyen un índice de incertidumbre agregando la incertidumbre individual de un gran número de variables macrofinancieras. La incertidumbre individual corresponde a la parte no explicable, no predecible, de estas variables. Jurado *et al.* (2015) muestran que los choques de incertidumbre son importantes, ya que su índice de incertidumbre identifica con claridad los periodos en los cuales se aumenta la incertidumbre y la volatilidad en las economías. Ello puede ser un avance muy relevante para la evaluación de los efectos del *forward guidance* sobre la incertidumbre.

Más recientemente, Alessandri y Mumtaz (2019) descomponen la incertidumbre dependiendo de la situación en la que está la economía: tiempos normales y tiempos de estrés. Tras identificar choques de incertidumbre, muestran que estos tienen efectos recesivos en todos los escenarios, tanto en tiempos normales como en tiempos de estrés. Sin embargo, el choque de incertidumbre es mucho más recesivo en tiempos de estrés, que corresponden a episodios donde un indicador de la situación financiera excede un umbral. El impacto de la incertidumbre sobre el producto puede ser hasta 6 veces mayor que en tiempos normales.

En Llosa, Pérez, y Tuesta (2020) presentamos un estudio similar donde se trata de medir la incertidumbre en periodos normales y en periodos de estrés para economías emergentes. Una diferencia crucial con una economía desarrollada, como

Figura 1
Incertidumbre en países de América Latina



Fuente: Llosa *et al.* (2020). Elaboración propia.

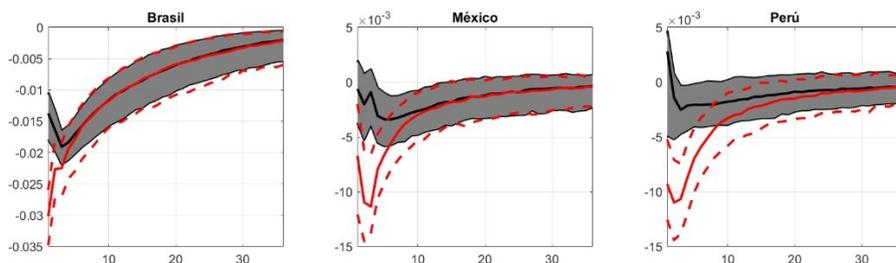
la estadounidense, es la presencia de dos variables fundamentales: el tipo de cambio nominal y una variable de condiciones financieras que en nuestro caso es el diferencial EMBI.

En la figura 1 se muestra la evolución de la incertidumbre económica para varias economías latinoamericanas: Perú, Brasil y México. Hay varios puntos por resaltar. Primero, durante los periodos de crisis, esta medida de incertidumbre salta de manera importante. Vemos también que en el año 2013, cuando se dio este anuncio de retiro de estímulo monetario para los casos de Brasil y México, se observa un salto importante en esta medida de incertidumbre que, de alguna forma, puede ser una proxy de la aversión al riesgo de los agentes económicos respecto a estas economías, y esa aversión al riesgo es mayor que la que se observa para economías como la del Perú.

Otro resultado saltante es que la depreciación y el diferencial EMBI son variables clave para identificar los choques de incertidumbre en economías latinoamericanas. El diferencial EMBI es un buen indicador que resume las condiciones financieras de esta economía, nos ayuda a identificar el umbral a partir del cual pasamos a un periodo de tiempo de estrés. Al igual que para las economías desa-

Figura 2

Respuestas del producto ante choques de incertidumbre en países de América Latina



Nota: La línea oscura dentro del área sombreada corresponde a la respuesta en tiempos normales; la línea más clara entre líneas discontinuas corresponde a la respuesta en tiempos de estrés. Los intervalos son al 95 % de confianza. El eje horizontal mide el tiempo transcurrido desde el choque.

Fuente: Llosa *et al.* (2020). Elaboración propia.

rrolladas, los choques de incertidumbre son recesivos y mucho más aún cuando estamos en tiempos de estrés. Ello se observa en la figura 2.

Para resumir, hay un vínculo importante entre incertidumbre, el rol del *forward guidance* de países desarrollados y alguna implementación del *forward guidance* para economías emergentes; la incertidumbre de alguna forma con el *forward guidance* afectan las expectativas de los agentes económicos, lo cual tiene un impacto en los mercados, y nuevamente vienen las acciones de política si es que de alguna manera las primas por riesgo en los mercados se incrementan sustancialmente. Por ejemplo, lo que hicieron los bancos centrales para contener este mayor riesgo ocasionado por la crisis y la pandemia fue tomar medidas no convencionales para disminuir la prima por riesgo en cada uno de los países. Entonces hay este círculo de acción entre incertidumbre, *forward guidance*, expectativas, mercados y acciones de política que, de alguna forma, tiene que estar incorporado en las decisiones y en la implementación de la política monetaria.

5 Conclusiones

En estos momentos, el mundo se encuentra en proceso de recuperación, especialmente las economías desarrolladas, aunque las economías emergentes ya muestran francas mejoras. Asimismo, las valorizaciones corporativas han aumentado y eso, junto con las bajas tasas de interés, hace que las condiciones financieras sean más laxas a nivel global. No obstante, se percibe un fuerte desalineamiento en el mercado accionario en Estados Unidos; es decir, las valorizaciones son bastante altas

y hay un riesgo de corrección en estas valorizaciones ante cualquier retiro del estímulo no anticipado por el mercado.

Igualmente, las tasas de interés reales de largo plazo están empezando a aumentar, a pesar de que los denominados *inflation breakevens* que miden las expectativas de inflación también están en subida. Es decir, las tasas nominales de largo plazo se encuentran al alza. Por su parte, vemos los riesgos que se están dando en algunas economías, notablemente en China, donde los *spreads* para deuda bancaria se han incrementado sustancialmente.

Además de un potencial retiro del estímulo monetario, por las señales de recuperación de las economías desarrolladas, los bancos centrales de economías emergentes han empezado a aumentar sus tasas de interés desde mediados de 2021. Tal es el caso de Chile, el Perú, México y Brasil. A pesar de las similitudes con el episodio de 2013, el inicio de la normalización es una diferencia sumamente relevante. Ello es precisamente reflejo de un proceso de aprendizaje y un mayor conocimiento sobre las posibilidades de retiro del estímulo monetario. Este aprendizaje definitivamente ayudará a mitigar la incertidumbre en esta ocasión.

El *forward guidance* es creíble y formará parte del arsenal de instrumentos de política monetaria con el que los bancos centrales pueden enfrentar choques de incertidumbre. Por ello, hacia adelante vemos un menor impacto potencial en los mercados financieros de este retiro de estímulo monetario. Sin embargo, hay casos muy particulares con riesgos idiosincráticos relevantes como los que estamos viviendo hoy en día en el país, que sí pueden ser más afectados.

Finalmente, hay una interacción importante entre los choques de incertidumbre con las nuevas formas de gestionar política monetaria. Incorporar estos elementos en los modelos tradicionales, empezar a medir los impactos y cuantificar empíricamente la relevancia de estos modelos es una avenida fascinante de investigación futura.

Referencias

- Alessandri, P., & Mumtaz, H. (2019). Financial regimes and uncertainty shocks. *Journal of Monetary Economics*, 101, 31-46.
- Angeletos, G.-M., & Lian, C. (2018). Forward guidance without common knowledge. *American Economic Review*, 108(9), 2477-2512.
- Blinder, A., Ehrmann, M., De Haan, J., & Jansen, D.-J. (2017). Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis. *Economic Policy*, 32(92), 707-755.
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(3), 623-685.

- Chari, A., Stedman, K. D., & Lundblad, C. (2017). *Taper tantrums: QE, its aftermath and emerging market capital flows* (NBER Working Paper n.º 23474). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Christiano, L. J., Motto, R., & Rostagno, M. (2014). Risk shocks. *American Economic Review*, 104(1), 27-65.
- Del Negro, M., Giannoni, M., & Patterson, C. (2012). *The forward guidance puzzle* (Staff Reports n.º 574). New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Gabaix, X. (2020). A behavioral New Keynesian model. *American Economic Review*, 110(8), 2271-2327.
- Jurado, K., Ludvigson, S. C., & Ng, S. (2015). Measuring uncertainty. *American Economic Review*, 105(3), 1177-1216.
- Llosa, L. G., Pérez, F., & Tuesta, V. (2020). *Uncertainty shocks and financial regimes in emerging markets* (Mimeo). Lima.
- Swanson, E. T. (2021). Measuring the effects of Federal Reserve forward guidance and asset purchases on financial markets. *Journal of Monetary Economics*, 118, 32-53.

Parte V

Estabilidad financiera

La SBS y la estabilidad financiera en el Perú

SOCORRO HEYSEN*

Durante la década de 1990 se implementaron reformas estructurales para enmendar los efectos nocivos del excesivo intervencionismo de la década anterior. Esto configuró un escenario favorable para la consolidación gradual y continua de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS); notablemente, a través del fortalecimiento de su autonomía funcional, económica y administrativa. En este marco, la SBS ha cumplido con sus mandatos de manera efectiva, siendo reconocida en la región como institución de vanguardia en el ámbito de la regulación y supervisión financiera. No obstante, la SBS enfrenta retos relativos a la ampliación de su perímetro regulatorio en un entorno más complejo y de mayor innovación financiera.

1 Introducción

En el Perú, necesitamos conocer mejor nuestra historia para no repetir errores del pasado, construir sobre los aciertos e identificar las reformas adicionales que nos van a mantener en una senda de desarrollo. En este capítulo describiré las reformas financieras de los últimos treinta años. En particular, me enfocaré en el rol de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) en preservar la estabilidad financiera y la resiliencia del sistema financiero peruano durante las últimas dos grandes crisis de este siglo: la crisis global de 2007 a 2009 y la pandemia de la COVID-19, aún vigente.

* Para mí es un honor rendir homenaje a Renzo Rossini por toda una vida al servicio de nuestro país, y por el rol clave que tuvo en los logros económicos del Perú en las últimas tres décadas: el control de la inflación, el fortalecimiento institucional del BCRP, y el diseño de políticas que sustentan la estabilidad macroeconómica y que favorecieron al crecimiento y la reducción de la pobreza. El Estado peruano necesita muchos funcionarios como él. Felizmente, Renzo hizo también escuela tanto en el BCRP, como en la Universidad del Pacífico, su alma mater, por lo que hoy en instituciones públicas encontramos muchos economistas y funcionarios inspirados por los valores y por la trayectoria de Renzo. Espero que todos ellos tengan el temple para seguir sus pasos, y que el Estado continúe atrayendo y acogiendo a funcionarios públicos íntegros y comprometidos por el Perú.

El capítulo está organizado de la siguiente manera. En la segunda sección, se detallan los antecedentes de las reformas de los noventa y la inestabilidad de los años ochenta. En la tercera, se enfatizan las reformas estructurales iniciales que fortalecieron la estabilidad financiera y que sentaron las bases para el crecimiento del sistema financiero. En la cuarta, se revisa el impacto de esta regulación. En la quinta se presentan las reformas que han ocurrido a lo largo de los años. La sexta sección describe los retos que enfrentamos en la actualidad, y en la última sección se presentan los comentarios finales.

2 Antecedentes

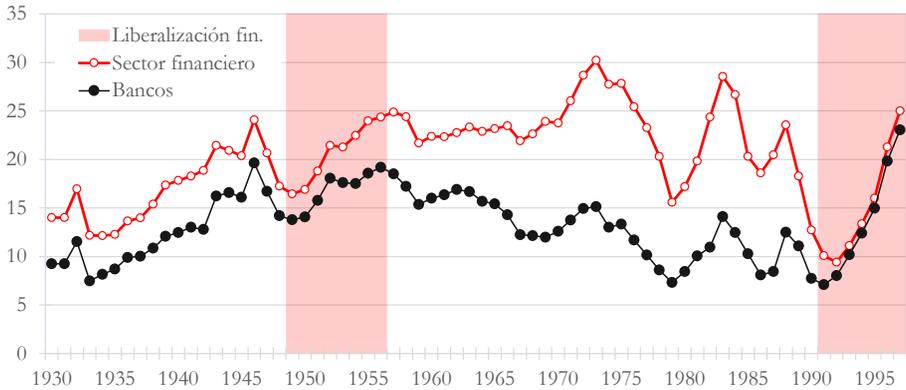
Los años ochenta estuvieron marcados por un fuerte intervencionismo estatal, tanto en la actividad productiva como en el sistema financiero. Hubo controles de precios generalizados, controles de salarios y tasas de interés, tipos de cambio múltiples en una economía bastante protegida, esencialmente cerrada y basada en una estrategia de sustitución de importaciones. Asimismo, se implementó una política de subsidios a alimentos básicos y otros productos de necesidad. Todo ello aunado a un importante aumento de la planilla estatal que alimentó un alto déficit fiscal y una elevada deuda externa. Había poca flexibilidad en el mercado laboral y una fuerte participación del Estado tanto el sector real como en el financiero.

Uno de los grandes acontecimientos de la década de 1980 fue la aprobación en 1987 de la Ley 24723, con la cual se intentó estatizar la banca privada. Esta Ley generó una fuerte reacción en contra del gobierno de turno y probablemente contribuyó a acelerar la hiperinflación que ya estaba encaminada.

El intervencionismo y los grandes desequilibrios que se produjeron en este periodo tuvieron un impacto en el PBI per cápita del país que sufrió grandes caídas. Ejemplos de estos episodios son: (i) la crisis de 1983, generada por problemas de deuda externa y su confluencia con un factor exógeno como el Fenómeno El Niño y (ii) la crisis posterior al intento de estatización de la banca de 1987 y la gran hiperinflación de 1988 a 1990. En los años posteriores, el PBI per cápita comienza a recuperarse a raíz de las reformas estructurales y la estabilización de la inflación.

La inestabilidad macroeconómica de esos años se reflejó en el sistema financiero. Durante el periodo de alto intervencionismo estatal (las décadas de 1970 y 1980), una parte creciente del crédito pasa a ser otorgada por la banca de fomento estatal o por mutuales. Todas estas entidades quebraron con el fin de la hiperinflación y fueron cerradas a inicios de los noventa. Entonces, después de la estabilización, el sistema financiero se vuelve fundamentalmente un sistema bancario. La figura 1 muestra el ratio de intermediación financiera e ilustra esta dinámica: las colocaciones del total del sistema financiero se aproximan a las colocaciones de la

Figura 1
Intermediación financiera: colocaciones (% del PBI) de 1931 a 1997



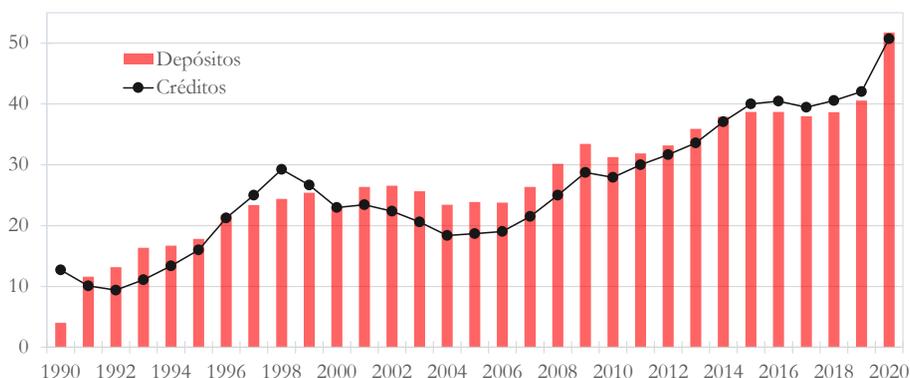
Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Elaboración propia.

banca comercial hacia finales de los ochenta, marcando una diferencia respecto al periodo previo en el que ambas líneas estaban bastante separadas.

En resumen, las reformas estructurales de principios de los noventa buscaron dejar de lado las políticas intervencionistas que dificultaban el crecimiento económico, la generación de empleo e inversión y el desarrollo del sistema financiero. Con ellas, se eliminaron los controles de precios, se liberalizó el mercado cambiario y se eliminaron los tipos de cambio múltiple. La economía se abrió, se suprimieron los requerimientos de financiamiento del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) al fisco y se establecieron medidas para un estricto control del gasto público. Asimismo, se flexibilizó el mercado laboral y la Constitución de 1993 introdujo como elemento central el rol subsidiario del Estado en los sectores real y financiero. Todo ello en un marco de estabilidad de precios y una reactivación de la economía.

Este proceso fue acompañado de reformas en las instituciones públicas claves como el BCRP y la SBS, que obtienen ambos autonomía dentro de la Constitución del año 1993. Se establece que el único objetivo del BCRP es la estabilidad de precios y se le prohíbe financiar al tesoro público. Por el lado de la SBS, se le da la función esencial de cautelar la solidez del sistema financiero y la protección de los depositantes con autonomía funcional, económica y administrativa. El objetivo era que, gradualmente, la SBS apruebe reglas y regulaciones que converjan hacia los estándares internacionales. En paralelo, se crea la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (Sunat) y se amplían las competencias de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev).

Figura 2
Créditos y depósitos (% del PBI) de 1990 a 2020



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Elaboración propia.

Todas estas reformas se orientan a fortalecer las instituciones. En el caso concreto de la SBS, la autonomía del regulador financiero es indispensable para una supervisión efectiva que no esté sujeta a interferencias políticas o de la industria. La importancia de la autonomía está establecida en los estándares internacionales de Basilea como el principio básico número 2, que señala que los entes reguladores del sistema financiero deben ser independientes, rendir de cuentas, contar con los recursos necesarios y tener protección legal para sus supervisores. Esto es imprescindible para dotar a los supervisores de la fortaleza suficiente para la toma de decisiones difíciles, que en ocasiones implican afectar intereses de personas poderosas, u oponerse a políticas públicas contrarias a la estabilidad y sostenibilidad del sistema financiero.

El resultado de estas reformas iniciales fue un crecimiento gradual pero sostenido de los ratios de créditos y depósitos sobre el PBI, como se aprecia en la figura 2. Pasamos de niveles de intermediación muy bajos, de alrededor del 10 % del PBI, a niveles superiores al 40 % en los últimos años. En el año 2020 se produjo una mejora en la intermediación, que fue en buena medida transitoria, porque se encuentra más asociada al fuerte impacto que tuvo la pandemia sobre el PBI.

Este crecimiento en la intermediación financiera vino acompañado de un sistema sólido, robusto y de mucho mayor alcance. Ello se manifiesta, por ejemplo: (i) en el ratio de capital de la banca múltiple, que se encuentra en alrededor de 15 %, (ii) en indicadores de liquidez, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, que son bastante elevados, (iii) en la calidad de los activos del sistema

financiero, y (iv) en la cobertura de provisiones. También es importante notar el crecimiento del acceso al sistema financiero de un mayor porcentaje de la población. Si bien en inclusión tenemos todavía un gran reto, el avance ha sido notable y sostenido durante las últimas décadas. Véase Rossini y Quispe (2015).

3 El rol de la SBS

El marco de autonomía otorgado por la Constitución y la Ley de Bancos posibilitaron que la SBS desarrolle tres aspectos fundamentales que le permiten contribuir a la estabilidad financiera. Poggi, Romero, Luy, y Sotomayor (2015) proveen un recuento. El primero está relacionado con un fortalecimiento institucional continuo y progresivo de la SBS, que involucra el desarrollo de políticas y prácticas internas orientadas a cumplir con sus mandatos y, en especial, el énfasis en el desarrollo del capital humano. El segundo está asociado con el marco regulatorio del sistema financiero, que ha ido progresivamente alineándose a estándares internacionales, siendo cada vez más sólido. Finalmente, el marco de supervisión financiera, que está basado en estándares internacionales y en buenas prácticas, pero adaptadas a las circunstancias locales.

En relación con el fortalecimiento institucional de la SBS, es importante destacar que la institución posee una estructura organizativa interna matricial acorde con los lineamientos de la regulación prudencial. Por un lado, se encuentran las áreas de línea que se encargan de la supervisión y tienen una relación directa con las entidades del sistema financiero, seguros, pensiones o cooperativas. Estas áreas de línea evalúan a las entidades supervisadas a fondo. Por otro lado, se encuentran las áreas transversales, que están especializadas en temas como el riesgo de crédito, mercado, liquidez, operacional, tecnologías de información, lavado de activos o legal. Estas áreas abordan a fondo temas específicos desde la perspectiva del sistema en su conjunto, lo que aporta un componente esencial en la supervisión.

La estructura matricial es un elemento central del desarrollo institucional de la SBS, y le ha permitido adaptarse a los cambios y mandatos adicionales que se le ha ido dando en la Ley a lo largo de los años. En 2000 se incorporaron las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) dentro del ámbito de supervisión de la SBS. En 2007 ocurrió lo mismo con la Unidad de Inteligencia Financiera (UIF). En 2008 se agregaron las Afocat, que son un tipo de cooperativas de seguros que venden seguros obligatorios de tránsito para unidades de transporte público. Finalmente, entre 2018 y 2019 se incorporaron las cooperativas de ahorro y crédito.

Más recientemente, en los últimos cinco años, la SBS ha fortalecido su gobierno corporativo. La autoridad máxima de la institución es el superintendente y es el responsable final de las decisiones que se toman; en ese sentido, resulta funda-

mental que todas estas decisiones tengan un sustento técnico basado en políticas y que sean uniformes, consistentes, transversales. Para ello, el superintendente se apoya ahora en nueve comités de dirección.

Estos comités son: (1) Comité de Alta Dirección, que aborda los temas estratégicos de la institución; (2) Comité de Políticas de Supervisión, que define las metodologías de supervisión que van a aplicarse tanto en el sector bancario, de seguros, de AFP y cooperativas, buscando una supervisión homogénea y consistente a lo largo de todos estos sectores, con el fin de evitar que se produzcan, por ejemplo, arbitrajes regulatorios o de supervisión; (3) Comité de Estabilidad Financiera, que es fundamental para el monitoreo de los riesgos del sistema y que ha tenido un rol muy importante estos años de pandemia, en el desarrollo de regulaciones y en la coordinación con el BCRP y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF); (4) Comité de Estándares de Regulación Financiera, que adapta los estándares internacionales a nuestro sistema financiero; (5) Comité de Inclusión Financiera. Además, la SBS tiene otros comités que están más enfocados en la administración interna: (6) Comité de Desarrollo Organizacional y Capital Humano; (7) Comité de Gobierno Digital; (8) Comité de Tecnologías de Información; y, finalmente, (9) Comité de Control Interno. Todos estos comités hacen que las políticas y prácticas que se aplican en la SBS tengan consistencia a lo largo de los años, aunque transcurran distintas administraciones en la organización.

Además de los comités directivos, la SBS aplica un modelo de cuatro líneas de defensa de gobierno corporativo, que es conocido en el mundo del sistema financiero. Es un modelo que, como supervisores, pedimos y exigimos a las entidades financieras que adopten para contar con varias capas de control del gobierno, un gobierno robusto y un correcto manejo de conflictos de interés. Así, los riesgos pueden ser bien gestionados a través de un adecuado sistema de control.

La primera línea de defensa son todas las unidades orgánicas que son propietarias de sus riesgos y los gestionan. La segunda línea monitorea los riesgos tomados por la primera línea y brinda recomendaciones y revisiones para mejorar el control de riesgos de la institución. Luego, la tercera línea busca entender cuáles son las fallas de los procesos, para así fortalecerlos. Finalmente, la cuarta línea está formada principalmente por las auditorías y las evaluaciones externas que incluyen a la Contraloría General de la República, la rendición de cuentas al Congreso de la República, y las evaluaciones que hacen organismos internacionales con cierta regularidad. Entre estas se encuentran, por ejemplo, el *Financial Stability Assessment Programme* del Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) y evaluaciones puntuales en temas vinculados al lavado de activos. Todo este trabajo se ha ido realizando en los últimos cinco años para dejar un gobierno corporativo robusto para distintas administraciones.

Por su parte, la buena gestión de capital humano es esencial para la SBS y ha sido elevada hacia uno de los objetivos estratégicos de la institución. En ese marco, en años recientes, hemos desarrollado una serie de estándares, políticas, competencias técnicas y competencias conductuales que deben tener nuestros supervisores para poder desarrollar con éxito los distintos mandatos que debemos seguir en un contexto altamente cambiante, donde los estándares internacionales evolucionan, los modelos de negocios de los supervisados evolucionan también, y se agregan nuevas instituciones o nuevos tipos de sectores para supervisar.

Estamos inmersos en un proceso acelerado de innovación tecnológica, que va a la par de las altas expectativas del Estado y de los ciudadanos con respecto al rol de la SBS. Adicionalmente, el contexto actual es bastante retador, debido a la pandemia de la COVID-19 y a la inestabilidad política que ha dominado nuestro país en los últimos años. Todo ello genera la necesidad de contar con capital humano de primer nivel, y la SBS viene trabajando en ello sobre la base de una experiencia institucional de casi veintitrés años con el “Programa de Extensión SBS”, más conocido como el “Curso de Verano”. En el año 1998 se lanzó el primer Programa, que originalmente fue concebido para formar supervisores bancarios. Con el paso de los años, la formación del Programa ha cubierto todos los sistemas supervisados por la SBS; es decir que incluye además al sistema de seguros, de pensiones, y de cooperativas. Este Curso de Verano es el mecanismo principal de reclutamiento de profesionales de alta excelencia académica, de distintas profesiones: economistas, administradores, contadores, ingenieros industriales e ingenieros de sistemas. Todos ellos formados con una base común para que, luego, aquellos que pasen a formar parte de la SBS continúen su formación al interior de la institución, conforme con lo planificado en la malla curricular de la SBS. En estos momentos, el 73 % de todo el personal de supervisión de la SBS y casi el 70 % de los funcionarios son egresados del Curso de Verano.

4 Impacto de la regulación en el sistema financiero

El segundo pilar que sustenta el trabajo que ha venido desarrollando la SBS, en los últimos años, es el fortalecimiento del marco regulatorio del sistema financiero mediante la adaptación de estándares internacionales, incorporando características locales de riesgo.

Luego de la crisis internacional de 2009, se detectó un vacío en los estándares internacionales, ya que el enfoque microprudencial que primaba en los estándares de supervisión bancaria de Basilea no era suficiente para controlar los riesgos y externalidades agregados que aparecían en la interacción de distintos operadores y diversos mercados. La reforma financiera que surgió a raíz de las lecciones de la

crisis incluyó un enfoque macroprudencial que pasó a formar parte de los estándares internacionales, y que se sumó al tradicional enfoque microprudencial. Para el Perú, el énfasis en el enfoque macroprudencial conlleva un trabajo mucho más coordinado que antes entre la SBS y el BCRP, puesto que ambos cumplen un rol fundamental en mantener la estabilidad financiera.

Como el regulador del sistema financiero, la SBS cuenta con herramientas macroprudenciales que le permiten, por ejemplo, aprobar requerimientos adicionales de capital para generar colchones (*buffers*) de capital por distintos tipos de riesgo, tales como colchones de capital contracíclicos, por riesgo sistémico, o por concentraciones individuales, sectoriales o regionales. También tiene la atribución de aprobar provisiones dinámicas, o requerimientos de liquidez o recargos adicionales de capital para las entidades que no manejan bien sus riesgos crediticios o cambiarios. Ello complementa las herramientas que tiene el BCRP, que utiliza sus requerimientos de encaje diferenciados para promover, por ejemplo, una mayor estabilidad del sistema financiero y una menor dolarización de las colocaciones, buscando incrementar la resiliencia del sistema ante choques cambiarios.

En general, la regulación macroprudencial y microprudencial que desarrolla la SBS cuenta con cinco atributos. Primero, busca ser comprensiva o integral; es decir, incluir todos los riesgos que son relevantes para el sistema financiero peruano: crediticios, de mercado, de liquidez, operacional, de tecnología. Además, incorpora exigencias de capital adicional, como por ejemplo, los distintos tipos de riesgo de concentración: individual, regional, por sector económico, y por concentración de mercado (aplicable a entidades sistémicas).

El segundo atributo es la exigencia de una adecuada gestión de sus riesgos, a través de la adecuada identificación, medición, administración y monitoreo de los mismos. El tercer atributo se orienta a que el diseño regulatorio sea balanceado; esto es, proporcional a la complejidad de las operaciones y al tamaño de las entidades, para evitar imponer una carga regulatoria excesiva a entidades que esencialmente hacen operaciones muy sencillas.

El cuarto atributo es el dinamismo, reflejado en la constante evaluación y revisión de la normativa para lograr mejoras continuas, así como la identificación y captura de riesgos emergentes. Recientemente, por ejemplo, se ha aprobado una norma revisada del riesgo de ciberseguridad que toma en consideración los grandes riesgos que están emergiendo a nivel internacional y a nivel doméstico, tanto por el aumento de los usos criminales de la tecnología, como por el uso cada vez más intensivo de tecnología en los modelos de negocio de las entidades financieras. Asimismo, estos riesgos se han elevado por la gran afluencia de personas que se conectan al sistema financiero a través de canales tecnológicos, y requieren un adecuado nivel de control por parte de las entidades financieras.

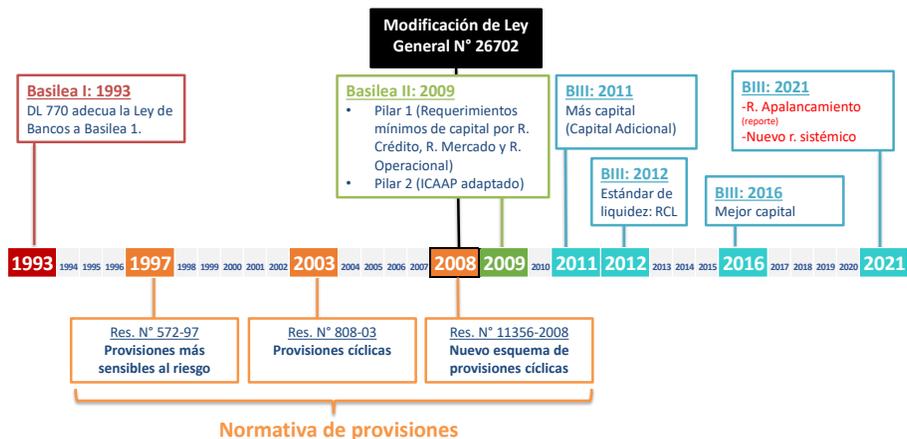
El quinto atributo del diseño regulatorio es que es prospectivo. Las regulaciones buscan que las entidades financieras y los supervisores miren hacia adelante para garantizar la sostenibilidad del sistema en el largo plazo. No solo se busca que las entidades cumplan con requerimientos de capital, de liquidez o con otras reglas hoy, sino que tengan la capacidad de proyectar, por ejemplo, sus necesidades de capital y liquidez futuras ante distintos escenarios de potencial inestabilidad.

5 Reformas en el tiempo

La SBS ha incorporado gradualmente los distintos estándares internacionales que se han ido generando en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS por sus siglas en inglés). La figura 3 muestra las reformas realizadas a lo largo del tiempo. La Ley de Bancos de 1993 y el Decreto Legislativo 770 adecuaron nuestra legislación a Basilea I. La modificación de la Ley General en 2008, nos dio las bases para adecuarnos a Basilea II, e incluso parcialmente a Basilea III. Esto permitió que en 2011 se publique una regulación que introdujo colchones de capital similares a los de Basilea III. De igual modo, se incorporaron requerimientos mínimos de capital sensibles al riesgo para los riesgos de crédito, de mercado y operacional. Asimismo, implementamos la autoevaluación de necesidades futuras de capital, de tal manera que las empresas del sistema puedan prever necesidades futuras y aportar el capital con el tiempo suficiente para enfrentar choques anticipados; esto fue sumamente útil durante la pandemia porque la larga cuarentena afectó la capacidad de pago de la población y, por lo tanto, la calidad de cartera de las entidades financieras, su rentabilidad y, por ende, sus necesidades de capital.

Terminando el año 2021, nos encontramos en proceso de aprobar dos nuevas normas como parte de Basilea III. En primer lugar, la exigencia de un reporte de ratio de apalancamiento, que no está afectado por ponderaciones de riesgos, a fin de monitorear el nivel de apalancamiento de las entidades financieras; en el futuro, es probable que esto se convierta en un requerimiento de ratio mínimo de apalancamiento. Asimismo, hemos prepublicado recientemente una norma que modifica el requerimiento de capital por riesgo sistémico. En 2011 habíamos incorporado un requerimiento de capital para riesgo sistémico que aplica a las cinco entidades más grandes del sistema financiero (BCP, BBVA, Interbank, Scotiabank y Banco de la Nación). Sin embargo, la metodología que utilizamos en 2011 para estimar el capital sistémico fue desarrollada en la SBS antes de que el BCBS publicase su propia metodología. Al comparar ambas metodologías, hallamos que los requerimientos adicionales por riesgo sistémico que pedimos son inferiores a los que están siendo aplicados en algunos otros países de la región. Por ello, estamos buscando elevar los requerimientos de capital por riesgo sistémico.

Figura 3
Adaptación a estándares internacionales de Basilea, 1993 a 2021



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Elaboración propia.

Por otra parte, el tratamiento de las provisiones también ha evolucionado con los años. Hemos logrado que las provisiones sean más sensibles al riesgo y que las provisiones dinámicas sean acumuladas durante los *booms* económicos para que puedan desacumularse en los periodos de recesión. Las provisiones y el colchón de capital cíclico han posibilitado absorber el impacto de la pandemia.

Si bien la SBS adopta los estándares internacionales, lo hace siempre considerando a las situaciones y riesgos propios del sistema financiero peruano. Entonces, en la práctica adoptamos los principios o los objetivos regulatorios del estándar de Basilea, pero desarrollamos metodologías propias tomando en cuenta nuestros riesgos particulares, calibrando los parámetros con base en nuestra propia información. Esto requiere de una gran acumulación y explotación de datos y, por supuesto, de recursos humanos muy calificados.

En algunos estándares, como el Requerimiento de Cobertura de Liquidez (RCL), así como el requerimiento de capital por riesgo de crédito, adoptamos la metodología de Basilea, aunque calibramos internamente los parámetros. En otros casos, adaptamos los estándares de Basilea III, creando nuestras propias metodologías, pero conservando los mismos objetivos, y calculamos nuestros propios parámetros con base en nuestras características de riesgo domésticas. Por ejemplo, el colchón de capital cíclico de la SBS tiene grandes diferencias con respecto al colchón de capital cíclico de Basilea. Primero, en Basilea III, el colchón de capital cíclico aplica

solamente a los bancos que operan internacionalmente y tiene un rango de 0 % a 2.5 % de los Activos Ponderados por Riesgo (APR), dependiendo de la situación de los países en los que cada entidad opera. En el caso peruano, en primer lugar, se aplica el colchón de capital cíclico a todas las entidades del sistema financiero, tanto grandes como pequeñas, porque todas están afectadas por el ciclo económico. En segundo lugar, el rango del coeficiente de capital cíclico va de 0 % a 5 % del APR, dependiendo del perfil de riesgo de cada entidad. Aquí se aplicaron ponderadores marginales diferenciados por ocho líneas de negocio: hipotecario, consumo no revolvente, consumo revolvente, microempresa, pequeña empresa, mediana empresa, gran empresa y corporativo.

Al examinar las probabilidades de *default* de cada una de estas líneas de negocio, es fácil notar que no son las mismas. Las probabilidades de incumplimiento de los créditos de consumo revolventes son bastante más altas que las de hipotecarios y las corporativas. Más aún, los distintos tipos de crédito son afectados de manera diferente a lo largo del ciclo económico. Por ejemplo, la probabilidad de *default* del crédito revolvente tiende a aumentar mucho más en la etapa recesiva del ciclo de lo que sube, por ejemplo, el crédito hipotecario o el crédito corporativo.

Tomando esto en cuenta, nuestro requerimiento de capital cíclico se diferencia por líneas de negocio. Entonces, el impacto del capital cíclico sobre cada entidad depende de la composición de su portafolio. Este es un ejemplo de cómo adaptamos los estándares internacionales a un marco que captura mejor los riesgos y genera mayor estabilidad en el sistema financiero peruano.

El tercer pilar de acciones que ha desarrollado la SBS tiene que ver con el marco de supervisión. El marco de supervisión está basado en estándares internacionales y, a lo largo de estos últimos veinte años o más, se ha buscado realizar una adaptación continua hacia los nuevos estándares internacionales y el entorno cambiante. Esto es interesante porque cuando empezaron las reformas a principios de los noventa, el enfoque de supervisión que aplicaba la SBS estaba fundamentalmente basado en el cumplimiento de ratios y de algunas regulaciones de provisiones, pero no tenía una visión prospectiva. Poco a poco, hacia el año 1998, se inició el proceso de cambio hacia un enfoque de supervisión basada en riesgos. Este fue un proceso largo porque los cambios de supervisión son procesos que necesitan maduración, que toman tiempo, que requieren personal calificado, y el desarrollo de metodologías, de manuales, de guías de supervisión para poder ser incorporados.

Cuando en el año 1993 ocurrió la liberalización del sistema financiero, ni la regulación ni la supervisión estaban preparadas para enfrentar el gran crecimiento del sistema que siguió a esa liberalización. Es así que en 1998 tuvimos una crisis del sistema financiero producto de este rápido crecimiento que no fue acompañado con una supervisión prospectiva, sino que estaba más enfocado a una supervisión

de cumplimiento. Esta falencia ha sido resuelta en el tiempo y ahora podemos decir que tenemos una supervisión basada en riesgos bastante consolidada, que pone énfasis en acciones preventivas, que busca identificar las causas de los problemas y no solo corregir sus síntomas. Nuestra regulación hoy se enfoca en la gestión integral de los riesgos de las entidades financieras, en su gobierno corporativo, que empuja a que las entidades también posean una visión prospectiva al evaluar sus necesidades de capital, considerando progresivamente más riesgos emergentes, con más tecnología, y basándose cada vez más en grandes fuentes de datos.

Por lo tanto, la supervisión que tenemos en el Perú es una supervisión especializada, integral, flexible, proporcional a los riesgos y a la importancia sistémica de las entidades. Una visita de inspección a una empresa sistémica va mucho más a fondo, es mucho más extensa, cuenta con mucho más personal en comparación con una visita de inspección a una entidad pequeña y simple del sistema financiero que tiene pocos riesgos. Nuestra supervisión necesita que los supervisores posean un juicio bastante bien desarrollado porque esta no se basa en un *checklist*, sino que requiere de la interpretación y comprensión de los modelos de negocio de las entidades, así como de cuestionar las afirmaciones y la calidad de la gestión de riesgos, y mirar siempre hacia adelante.

Nuestra supervisión tiene, como en casi todos los países del mundo, componentes *in situ* y componentes *extra situ*. El componente *extra situ* explota grandes bases de datos y cuenta con una visión transversal de todas las entidades del sistema financiero. Así, puede ver qué entidades financieras, dentro de las que desarrollan las mismas líneas de negocio, corren más riesgos en esa línea de negocio. Asimismo, permite observar aquellas entidades que tienen operaciones distintas a sus pares e identificar alertas y desvíos que permiten planificar la supervisión *in situ*.

La inspección *in situ* es un proceso sistematizado, estandarizado, debidamente documentado y siempre termina en un informe de visita en el cual se realizan observaciones y recomendaciones y se solicita a la entidad que responda a las observaciones de la SBS con un plazo determinado. Este tipo de supervisión a las entidades del sistema financiero se ha desarrollado tradicionalmente de manera presencial; producto de la pandemia, tuvo que adaptarse para ser ejecutada de manera remota. Pronto será un híbrido entre remota e *in situ*, pues hay aspectos de la supervisión que deben realizarse presencialmente.

6 Los retos de la SBS en la actualidad

Uno de los grandes retos que enfrentamos es la pandemia de la COVID-19. Gracias a la coordinación y a las medidas que se lograron implementar desde inicios de la pandemia por parte del MEF, el BCRP y la SBS, y al balance en la implemen-

tación de medidas macro y micro prudenciales, el sistema financiero ha podido enfrentar mejor este choque económico de grandes dimensiones.

Entre las medidas que se tomaron para mitigar el impacto de la pandemia están el programa Reactiva Perú y el FAE-MYPE. Por el lado de la SBS, se implementaron facilidades para que las entidades financieras reprogramen los créditos de sus deudores en dificultades. Aún tenemos un sistema con ratios de capital holgados con respecto a los mínimos regulatorios, el ratio de capital a nivel de todo el sistema financiero es de 15.6 %. Contamos con este alto ratio de capital por tres razones: (1) durante la pandemia se capitalizaron proporcionalmente más utilidades que años anteriores porque las entidades financieras buscaron construir sus colchones de capital para poder enfrentar la pandemia; (2) muchas entidades financieras, además de la capitalización de utilidades, hicieron aportes frescos de capital o hicieron emisiones de bonos subordinados para fortalecer su ratio de capital; y (3) la SBS dio una serie de facilidades de reprogramación.

Los ratios de capital de algunas instituciones todavía no han terminado de absorber el impacto total de la pandemia. En algunas entidades seguiremos viendo en estos meses pérdidas en sus estados financieros, y en algunos casos pérdidas que van a requerir aportes adicionales de capital. En ese contexto, se aprobaron recientemente dos decretos que van a posibilitar acompañar al sistema financiero en el fortalecimiento de su capital: el Decreto de Urgencia 037-2021, que busca el fortalecimiento en el sector microfinanciero, utilizando un apoyo de fondos públicos temporales; y el Decreto Legislativo 1508, que busca brindar apoyo en caso se dieran necesidades especiales de liquidez. Ambos están en vigencia y listos para ser usados en el momento en que sean requeridos. Estas son dos herramientas muy importantes que nos van a ayudar en los próximos meses.

El sistema financiero se encuentra muy líquido. Los colchones de liquidez se están reduciendo ligeramente a niveles cercanos a la prepandemia, sobre todo en moneda extranjera. Si bien el reto principal del corto plazo es la gestión y la supervisión del impacto de la pandemia, existen retos regulatorios de más largo plazo. En un entorno cambiante en el que cada vez hay distintos operadores y diversos modelos de negocio que ingresan a competir con entidades del sistema financiero, resulta importante considerar que la regulación o la legislación del sistema financiero debería posibilitar que el perímetro del regulador sea flexible.

El regulador debería ser capaz de decidir si un nuevo tipo de empresa, por ejemplo *crowdfunding*, debería ser supervisado. No debería ser necesario solicitar al congreso tramitar una ley; sino que el regulador, evaluando los riesgos y en coordinación con el BCRP, debería determinar si este tipo de empresa genera riesgos para la estabilidad financiera y, por lo tanto, debe incluirse en el perímetro regulatorio. Este perímetro flexible, por ejemplo, habría permitido capturar a los *hedge*

funds en la crisis de 2008 y quizá evitar una serie de problemas que se dieron en ese momento a nivel internacional.

Otro reto importante tiene que ver con grandes innovaciones tecnológicas. Hemos trabajado en los últimos meses en una serie de reglas que ya están en vigencia como la nueva norma de ciberseguridad o la norma de *sandboxes* que le permite a las entidades realizar actividades temporales de modelos novedosos para que puedan experimentar relajando algunas de las regulaciones durante los pilotos. También la ley de *crowdfunding*, que se aprobó hace un par de años, y una serie de mecanismos y de nuevos límites para facilitar nuevas formas de pago. Todo ello ya se ha elaborado; queda pendiente la implementación de estas regulaciones.

Otros aspectos se encuentran en etapas exploratorias y serán trabajados en el futuro. Por ejemplo, los criptoactivos. En este caso, probablemente, consideremos algún tipo de regulación en el campo de la prevención del lavado de activos, incorporándolos como sujeto obligado de la UIF. Otro tema, que aún conlleva un signo de interrogación, es el *open-banking*, que está muy en boga, aunque todavía no existe mucha claridad sobre cómo utilizarlo, implementarlo y regularlo.

7 Conclusiones

A lo largo de los años, la SBS ha logrado cierto reconocimiento internacional que se manifiesta en numerosas delegaciones de reguladores y supervisores que recurren a la SBS para aprender de su experiencia. Asimismo, queda evidencia del cumplimiento de los estándares internacionales en las evaluaciones del BM y el FMI en el *Financial Sector Assessment Program* o en la contratación de consultores SBS para apoyar asistencias técnicas en otros países.

Hemos recorrido de manera sucinta treinta años de cambios en el sistema financiero, y actualmente podemos decir que tenemos un sistema financiero estable y preparado para enfrentar choques. Todo esto no hubiera sido posible sin grandes cambios, grandes reformas estructurales, y sin la construcción de instituciones autónomas que trabajan en capital humano y coordinan estrechamente entre ellas.

Referencias

- Poggi, J., Romero, L., Luy, M., & Sotomayor, N. (2015). The Peruvian financial system from 1990–2014: Balancing development. En A. Werner & A. Santos (Eds.), *Peru: Staying the course of economic success* (p. 241-261). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Rossini, R., & Quispe, Z. (2015). Evolution of bank and non-bank corporate funding in Peru. En Bank for International Settlements (Ed.), *What do new forms of finance mean for EM central banks?* (Vol. 83, p. 273-292). Bank for International Settlements.

Propuesta para la regulación bancaria en América Latina y el Caribe

ANDREW POWELL*

Los acuerdos de Basilea sobre regulación bancaria proveen lineamientos útiles, pero prestan poca atención a temas relevantes para los sistemas bancarios de América Latina y el Caribe. En la región se han aprendido lecciones importantes sobre el manejo de los riesgos financieros, dada su historia de varias crisis financieras, además de contar con superintendencias y bancos centrales muy capaces. En este capítulo se discute “Lima 1”, una propuesta sobre la regulación bancaria en la región, consistente con las recomendaciones mínimas de Basilea. El resultado podría ser un estándar regional homogéneo, en contraste con la adopción individual y distinta, según cada país, de las alternativas a los acuerdos de Basilea que se observan en la actualidad.

1 Introducción

En este capítulo describiré el proceso que culminó con la propuesta de los acuerdos de Basilea, como marco referencial a “Lima 1”. Describiré sus objetivos y elementos fundamentales. Además de su historia, discutiré su relevancia y vigencia, ya que resulta útil para pensar los problemas que enfrentamos hoy y dimensionarlos. Concluiré con un recuento de los principales desafíos de los sistemas financieros de América Latina y el Caribe (ALC), de cara al futuro.

* Conocí a Renzo Rossini en la década de 1990, cuando yo era economista jefe del Banco Central de Argentina. Intercambiamos muchas ideas y Renzo me ayudó muchísimo a documentar las opiniones de casi todos los bancos centrales de la región sobre la propuesta de Basilea II, redactar una propuesta mejorada basada en ellos, y remitirla al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Poco tiempo después, el Comité abriría sus puertas a los países emergentes. En ese sentido, me gusta pensar que nuestras propuestas tuvieron impacto. Seguí elaborando sobre el tema y fui invitado a la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas para realizar una presentación plenaria en la ciudad de Lima. Ahí nace la propuesta de acordar un enfoque de regulación bancaria común entre los países de la región. Por ello, elegí este tópico en homenaje a Renzo Rossini.

Las opiniones en este artículo son personales y no representan necesariamente las del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.

2 Breve historia sobre los acuerdos de Basilea

Empecemos con la historia. El primer acuerdo de Basilea data de 1988 y básicamente tenía el objetivo de evitar arbitrajes. En particular, había preocupación porque los bancos japoneses en ese momento tenían niveles muy bajos de capital a la vez que competían en cierta medida con los bancos americanos y europeos en el mercado internacional. Si recordamos, en esa época no existía un mercado internacional de bonos tan profundo, pero sí existía un mercado de préstamos bancarios internacionales muy activo. Entonces, el objetivo primario fue evitar el arbitraje en este mercado.

Considero que Basilea I fue muy exitoso. Logró establecer un lenguaje común que puede resumirse en el concepto de “Activos ponderados por riesgo”. Basilea I sugería calcular este indicador, que es básicamente la suma de todos los tipos de activos multiplicados por un peso que reflejaba el riesgo de cada activo, para cada banco. Ello acompañado de la recomendación de que los bancos mantengan un nivel de capital de por lo menos 8 % de los activos ponderados por riesgo. Es bueno enfatizar que Basilea solo emite recomendaciones, y es decisión de cada país incluirlas en sus normas regulatorias o no.

Hubo algunos cambios durante los años. El más importante fue la inclusión en el año 1996 del riesgo de mercado, ya que la propuesta original fue sobre el riesgo crediticio de préstamos y no sobre los riesgos que tienen los activos financieros en los balances de los bancos. El acuerdo de Basilea I fue muy exitoso, puesto que más de cien países decidieron adoptarlo voluntariamente. Fue probablemente el estándar financiero más exitoso de la historia.

El gran valor de esta recomendación fue su simplicidad: como se ha descrito, se trata de una regla muy simple de calcular y monitorear. Sin embargo, a pesar de que muchos países adoptaron la regla, existían muchas diferencias entre países, diferencias en las definiciones y en los pesos que usaban para distintos activos, así como diferencias en la efectividad regulatoria, el monitoreo y la suscripción del acuerdo. Entonces, si bien el acuerdo fue exitoso, persistieron preocupaciones prácticas respecto a cómo fue implementado en algunos países.

Luego vino Basilea II. La primera propuesta se hizo pública en 1999; hubo una segunda iniciada en 2001 y terminada en 2004, y una tercera propuesta en 2006. Para fines prácticos, la versión de 2004 fue definitiva, ya que, si bien siguieron incorporándose cambios de forma, los acuerdos concernientes a riesgos de mercado, producto de muchos años de discusión y negociación, no cambiaron desde 2004. Posteriormente, siguió el periodo de adopción por muchos países, justo antes del estallido de la crisis financiera global en 2007 y 2008.

El principal propósito de Basilea II fue mejorar la relación entre capital y riesgo. Es cierto que el planteamiento de Basilea I tenía el valor de la simplicidad, pero quizás se simplificó demasiado. En la práctica no se establecía con facilidad una buena relación entre el riesgo y el capital de los bancos. Como segundo objetivo, se puso mucho más énfasis en el proceso de manejo de riesgos, más allá de proponer solo una regla de capital.

Basilea II tenía tres pilares. El primero eran los requerimientos, la parte realmente cuantitativa. El segundo pilar incluía el rol del supervisor y de los bancos, enfocándose en qué deberían hacer supervisor y bancos: es decir, los poderes del ente supervisor, el proceso mismo de supervisión, y el proceso de manejo de los riesgos dentro de los bancos. El tercer pilar es la transparencia y disciplina en el mercado.

El pilar cuantitativo consideraba varios enfoques. Había un enfoque muy simplificado y estandarizado, cercano a Basilea I. La idea era usar los *ratings* de las calificadoras de riesgo para mejorar el vínculo entre capital y riesgo, de modo que se podía utilizar el *rating* de la empresa a la que un banco prestaba para calcular requisitos de capital. El enfoque alternativo usaba calificaciones internas de los bancos que a su vez tenía dos versiones, una básica que se llamaba *foundation* y una versión más avanzada. Estas versiones utilizaban modelos que desarrollaron los mismos bancos siguiendo el enfoque de sus *ratings* internos sobre la probabilidad de *default* y sobre la pérdida en caso de *default*.

El rol de los supervisores era autorizar el enfoque que adoptarían los bancos y los métodos para establecer *ratings* y probabilidades de *default*, así como el modelo para generar los riesgos de su portafolio de préstamos. Además se agregaron otros temas sobre mitigación de riesgos (incluyendo riesgo crediticio, riesgo operacional y riesgo de mercado) y el rol de colateral. Es claro que este rol era mucho más complejo que en Basilea I, con muchas ideas y alternativas para que bancos y supervisores en distintos países puedan elegir en mutuo ciertos parámetros para establecer los requisitos de capital.

La crisis financiera global de 2007 y 2008 expuso rápidamente algunas debilidades de la propuesta y siguieron muchas críticas, sobre todo del norte. Cuando salió Basilea II había preocupación sobre el arbitraje entre los distintos enfoques; entonces, al principio había una idea de que posiblemente los bancos podrían elegir entre los distintos enfoques, y luego la superintendencia indicaría qué bancos tendrían que seguir qué enfoques para bajar el riesgo de arbitraje regulatorio.

Además, si uno estudia la relación entre riesgo y capital, veremos que en los malos momentos los riesgos aumentan más de lo que aumenta el precio del capital. Esto implica cierta prociclicidad en los requisitos de los bancos, lo que podría dañar los sistemas financieros. En particular, puede ser contraproducente incre-

mentar estos requerimientos en malos momentos, ya que obliga a los bancos a buscar más capital en situaciones de baja liquidez; así como reducir los requisitos en momentos buenos, puesto que un *boom* de crédito puede magnificarse si los bancos necesitaran poco capital y, de este modo, pueden prestar más.

Otro elemento fue la relación entre los bancos y los productos estructurados que crearon. Los bancos crearon muchos productos que luego sacaron de sus balances y los pusieron en distintos vehículos. A pesar de estar fuera del balance, los bancos mantenían algunos de estos riesgos, cuyo tratamiento por el lado del supervisor fue bastante generoso. Además, las relaciones entre los bancos y estos productos estructurados no fueron muy transparentes, y estaban bien reflejadas en sus requisitos de capital.

Yo soy inglés, y por razones personales trabajé en Argentina por más de diez años. Me sorprendió mucho ver las distintas formas de regulación bancaria al comparar Inglaterra con ALC, que se relacionan con la naturaleza de nuestras legislaciones más fundamentales. En el mundo anglosajón se adopta un enfoque a los códigos napoleónicos sobre los que se basan las legislaciones de ALC. Una manera de resumir esta diferencia es que en Inglaterra y Estados Unidos los bancos pueden hacer distintas actividades excepto las que estén prohibidas en la legislación, mientras que en América Latina ocurre lo contrario: los bancos solo pueden hacer las cosas autorizadas por la ley.

Así, muchos opinan que ALC sobrevivió la crisis financiera global porque no tenía mercados de capitales con productos estructurados o derivados. Considero que la causalidad es algo distinta. Puede argumentarse que los bancos siempre buscan arbitrar sobre cualquier regla que exista. Una visión más favorable es que los bancos crean mercados alternativos justamente para usar su capital de la manera más eficiente posible, lo que podría ser el resultado de una supervisión inadecuada. En cambio, en ALC, la cultura normativa ha sido mucho más conservadora y las actividades de los bancos están bastante más controladas, especialmente después la crisis de la década de 1980. La norma bancaria no dejó mucho espacio para la creación de mercados de productos estructurados, y pienso que es gracias a ello que ALC navegó la crisis financiera global sin tantas dificultades.

Los problemas con Basilea II provocaron como respuesta la propuesta de Basilea III. El tema de la calidad de capital es ilustrado famosamente en Acharya, Philippon, Richardson, y Roubini (2009), quienes muestran cómo, entre los años 2000 y 2008, la mayor contribución de capital bancario en EE. UU. tomó la forma de deuda subordinada y no de acciones comunes. Es por ello que Basilea III puso tanto énfasis sobre la calidad de capital.

También los países del sur tuvieron muchos comentarios sobre Basilea II, ya que tenía una extensión mayor a doscientas páginas y contaba con más de cien

documentos adicionales a la propuesta sobre distintos temas, que en realidad no eran tan relevantes para la mayoría de los países emergentes. Solía decir que Basilea II fue un acuerdo para cien bancos en diez países, y no tanto para diez bancos en cien países. Mientras que Basilea I fue definido para bancos que son activos internacionalmente, su simplicidad permitió que sea un referencia útil para todos los bancos de más de cien países. La complejidad de Basilea II, enfocado en bancos sofisticados y activos internacionalmente, le restó atractivo. Si uno toma todas las páginas de Basilea II literalmente y decide aplicarlas a todos los bancos del sistema financiero en un país emergente, el costo de *compliance* o costo regulatorio para estos bancos sería prohibitivo.

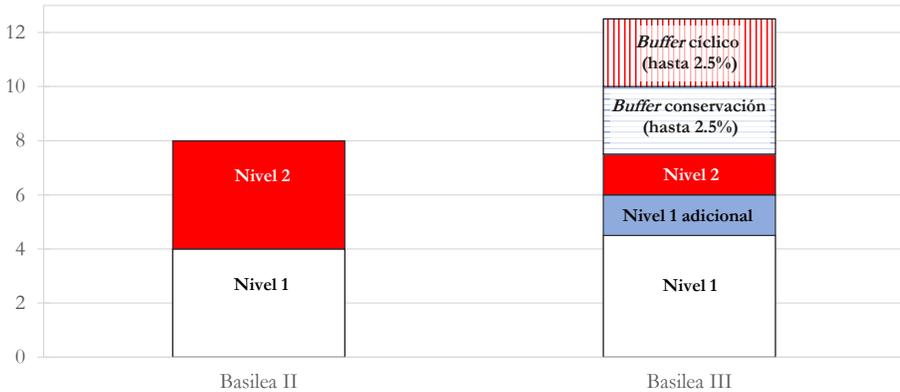
Finalmente, el último punto entre los comentarios recibidos del hemisferio sur era que los temas transfronteros (*cross-border*) no fueron considerados explícitamente. Un supuesto de Basilea I y II es que la supervisión es sobre un banco consolidado, cuando la realidad es que los bancos tienen una organización legal bastante compleja, con muchas subsidiarias en diversos países o que hacen distintas actividades. Muchas veces existe una diferenciación entre la organización legal y la organización corporativa, por ejemplo con temas de gobernanza. No siempre quedaba claro quién debía ser el supervisor de una subsidiaria, si el supervisor del país donde opera o del país donde se encuentra la casa matriz. Vale aclarar que estos temas siguen sin ser plenamente considerados en los acuerdos de Basilea, aunque ya se encuentran en documentos de discusión o reflejados como principios.

El paso de Basilea II a Basilea III representó un aumento del nivel de capital requerido y de su calidad. Además de la introducción de colchones cíclicos (*cyclical buffers*); es decir, un nivel de capital que varía con el ciclo económico y que permite acumular capital en los buenos momentos para usarlo en los malos. En la figura 1 se observa la diferencia entre Basilea II y III. Basilea II establecía un requisito total de 8 % con un primer nivel (*tier*) de acciones comunes de 4 % de los activos de riesgo y luego un segundo nivel, de 4 % adicional, de otros instrumentos. Basilea III tiene un primer nivel de 4.5 %, más un adicional de 1.5 %. Posteriormente, plantea entre 0 y 2.5 % para el *capital conservation buffer* y otro valor equivalente para el *buffer* cíclico. Todo ello implica un nivel más alto de capital accionario para enfrentar pérdidas. Entonces, no se trató solo de un aumento del requerimiento de capital, sino también de su calidad.

Incluso después de Basilea III hubo cambios; algunos le llaman Basilea IV y otros, Basilea III.1. Se incorpora un piso en el capital requerido por los enfoques avanzados, así como un ratio de apalancamiento de activos al capital nivel 1. También algunos cambios en estos enfoques de mercados para restringir lo que podían hacer los bancos y que la superintendencia tenga más control sobre estas variables, ya que así no todas las variables podían ser definidas por el banco.

Figura 1

Representación esquemática de los requerimientos de capital de los acuerdos de Basilea



Fuente: Elaboración propia.

3 Los acuerdos en América Latina y el Caribe

En Majnoni y Powell (2005) presentamos comentarios sobre Basilea II y planteamos que en la práctica muchos países emergentes se encontraban entre los dos enfoques centrales de Basilea I y II. Por un lado, el enfoque estabilizador que usaba las calificaciones externas no resultaba tan útil porque no hay tantos *ratings* en los países emergentes y no hay tantas empresas clasificadoras de riesgo. Entonces, no siempre es factible hacer los ajustes por riesgo requeridos. Por otro lado, los enfoques más avanzados de calificaciones internas pueden ser muy complejos y daban demasiada autonomía a los bancos. Como mencioné, la cultura de la regulación bancaria en ALC es mucho más cercana a los bancos, mucho más de autorizar las actividades de los bancos que de brindar autonomía, y la complejidad de este enfoque dificulta y encarece la supervisión.

Al mismo tiempo, muchos países de la región tienen un sistema de *credit bureaus*, a cargo de los bancos centrales y algunas superintendencias, donde se usan registros públicos de crédito. Así, los bancos pueden basar sus préstamos en estos sistemas de información, controlando las provisiones de los bancos y monitoreando si el préstamo es vigente o si se encuentra en mora. Las autoridades en ALC y otros países como España e Italia utilizan estos sistemas que, por lo general, no están presentes en EE. UU. o Inglaterra. Es decir, las autoridades en ALC disponen de mucha más información sobre los préstamos de los bancos y solicitan a los bancos hacer *ratings* de sus préstamos. Ello conmina al banco a evaluar si sus

préstamos tienen un riesgo bajo, mediano o alto. Entonces, ya se cuenta con un sistema de información bastante desarrollado.¹

Asimismo, es interesante notar las diferencias entre los países de la región al implementar Basilea II. Brasil, por ejemplo, optó por que los bancos grandes siguieran los enfoques más sofisticados, mientras que los pequeños usaran los enfoques más simples, más parecidos a Basilea I. Chile hizo lo opuesto, aplicó el enfoque estandarizado justamente usando la información de calificadoras de riesgos. El Perú estaba entre ambos: buscó implementar el enfoque estandarizado usando las calificadoras, pero también trabajó en el enfoque de *ratings* internos. Así, los países de la región fueron adoptando distintas medidas de Basilea II sin adoptar la totalidad de los acuerdos Basilea II; en otras palabras, adaptaron lo que consideraban consistente con Basilea II, pero ajustados a sus realidades. En la práctica, la implementación de Basilea II ha sido muy distinta entre países.

Otro punto interesante en ALC fue la adopción de las reglas sobre liquidez de Basilea III. La reglamentación de liquidez en esta región ha sido tradicionalmente muy activa, manteniendo un enfoque macroprudencial que, por lo general, establece reglas sobre los activos en el banco central, como los requerimientos de encaje. En Basilea III, que tiene un enfoque más microprudencial, se requiere que los activos líquidos estén en la hoja de balance de los bancos, aunque no necesariamente en un custodio centralizado como el banco central. Entonces, muchos países de la región tenían un enfoque sobre liquidez bastante distinto del considerado por Basilea III. También existía preocupación en la región respecto a los otros *buffers* propuestos por Basilea III, en particular sobre la calibración de estos requerimientos adicionales y los diversos enfoques sobre el ratio de apalancamiento.

Luego había otros temas en la región como los descalses de monedas. Basilea contempla un sistema de descalce de monedas en los acuerdos, pero es muy distinto de lo que hay en muchos países de ALC. En muchos países de la región hay una restricción cuantitativa mucho más estricta de la que aparece en Basilea, además de existir una regulación sobre préstamos a personas relacionadas al banco que son mucho más estrictas. Basilea III no hacía referencia al tema de provisiones debido a su complejidad producto de las diferencias en los enfoques. No obstante, considero más fácil llegar a acuerdos entre los países de ALC que ya tienen sistemas similares.

Con respecto a los temas transfronteros (*cross-border*), hemos reflexionado bastante debido a que muchos bancos extranjeros son actores importantes en la región.

¹ En Majnoni y Powell (2005) propusimos un *Centralize Rating Based approach*, un enfoque que usaba estos *ratings* con una escala definida por la superintendencia. Hicimos una única recalibración de estos enfoques avanzados para ALC que arrojaron requerimientos un poco más altos que el 8%; en ese momento, el promedio de la región de requerimientos era del orden de 10%. Entonces, contábamos con una manera de recalibrar para tener un requerimiento un poco más alto.

Si un banco es importante para un país anfitrión debería ser muy claro que el supervisor primario para ese banco es el país anfitrión, es decir, la superintendencia de ese país. Este patrón es respetado en la legislación de nuestros países, aunque eso no está reflejado en su totalidad en los acuerdos de Basilea.

Los asuntos transfronteros presentan retos importantes. Creo que aún falta llegar a acuerdos sobre cómo compartir información y hacer inspecciones conjuntas. Si realmente hay un problema con un banco que tiene subsidiarias en varios países en ese momento es demasiado tarde porque los incentivos, cuando aparece el problema, son proteger a los acreedores de ese banco generando lo que se conoce como *ring fence*; es decir, que los activos de un banco en un país o región son utilizados para proteger a los acreedores del mismo lugar. Entonces, debemos pensar en reglas de intervención *ex ante*, un acuerdo sobre reglas de intervención temprana en los bancos internacionales que mantienen subsidiarias en distintos países no solo desde el punto de vista del supervisor del lugar de origen del banco, sino también al nivel de todas las subsidiarias de ese banco. Tal mecanismo aún no existe.

Para hacer más énfasis sobre ese punto, cuando Lehman Brothers cayó, contaba con casi tres mil entidades legales operando en 50 países, y ALC fue anfitrión de varias de esas entidades locales, con estructuras sumamente complicadas como parte de una estrategia del banco (no es una coincidencia que tengan estas estructuras legales y organizacionales tan complejas). Entonces, ha habido progresos en materia de lo que los bancos internacionales deben hacer, como los *living wills* o testamentos en vida, que indican los pasos por seguir si un banco internacional enfrenta un problema. Todavía hay trabajo por hacer para entender cómo van a operar estos acuerdos considerando que tenemos subsidiarias de bancos importantes en nuestros países.

4 “Lima 1” y su relevancia

En muchos casos, los países de la región han adaptado marcos dentro de los diferentes enfoques, con calibraciones que no reflejan lo que necesitamos exactamente en la región. Además, dado que los países han adoptado enfoques distintos, existe una gran discusión sobre algo que denominamos *proporcionalidad*. El tema de la proporcionalidad surge del alto costo regulatorio que es aplicar las leyes de Basilea II o Basilea III a todos los bancos del sistema, sobre todo los bancos pequeños. Entonces, prevalece una discusión sobre cómo se pueden establecer estos acuerdos de una forma proporcional, es decir, que un banco más simple puede tener reglas más simples.

Si bien es cierto que la proporcionalidad es un principio deseable, los países la adoptan de distintas maneras, no solamente eligiendo enfoques diferentes, sino

Tabla 1
Adopción de enfoques de Basilea en la región, 2016 a 2019

Enfoque	Países
Simplificado estandarizado (<i>simplified standardized</i>)	3
Estandarizado (<i>standardized</i>)	10
Basado en <i>ratings</i> básico (<i>foundation internal ratings based</i>)	2
Basado en <i>ratings</i> avanzado (<i>advanced internal ratings based</i>)	2
Ninguno de los anteriores	3
No aplicable	7

Fuente: Anginer, Bertay, Cull, Demirguc-Kunt, y Mare (2019). Elaboración propia.

también sus propias formas de interpretar la proporcionalidad. Ello pone en peligro la adopción de un estándar. Basilea I consiguió ser el estándar para cien países en el mundo y perder ese estándar financiero en una región como ALC, en franco proceso de integración financiera, sería un retroceso lamentable.

La idea de “Lima 1” no es pensar en una competencia de Basilea, de hecho es deseable que sea 100 % consistente con Basilea, pero su objetivo sería asegurar reglas mucho más homogéneas para la región en un contexto en donde los tópicos de importancia, como la regulación de la liquidez, el descalce de monedas y los temas transfronteros, sean cubiertos de una mejor manera.

De esta forma, la aplicación de Basilea se volvería común entre todos los países, incluyendo la elección de los distintos enfoques dentro del primer pilar, como aplicar la proporcionalidad, y en temas de los otros dos pilares, como procesos, el monitoreo de otros riesgos y acuerdos sobre cómo enfrentar temas transfronterizos. No solamente compartimos estos objetivos comunes, que creo son buenos, sino que también tenemos mucha experiencia en ALC, y contamos con excelentes economistas en nuestras superintendencias y bancos centrales; la región tiene mucho para enseñar al mundo en estos aspectos.

La tabla 1 muestra cómo en la práctica los acuerdos de Basilea son aplicados en la región. Específicamente muestra el número de países que aplican los distintos enfoques derivados de la discusión anterior. Podemos observar que tres países están implementando un enfoque simplificado; diez países implementan el enfoque estandarizado; dos países están implementando cada una de las versiones de los enfoques avanzados; algunos países no aplican ningún enfoque porque están haciendo cosas más complicadas, pero no necesariamente en forma consistente entre estos países. Dada esta heterogeneidad, considero que la propuesta de adoptar un

estándar regional sigue siendo relevante, y que es un tema en el que deberíamos pensar para nuestros países al debatir sobre regulación bancaria.

5 Comentarios y desafíos post COVID-19

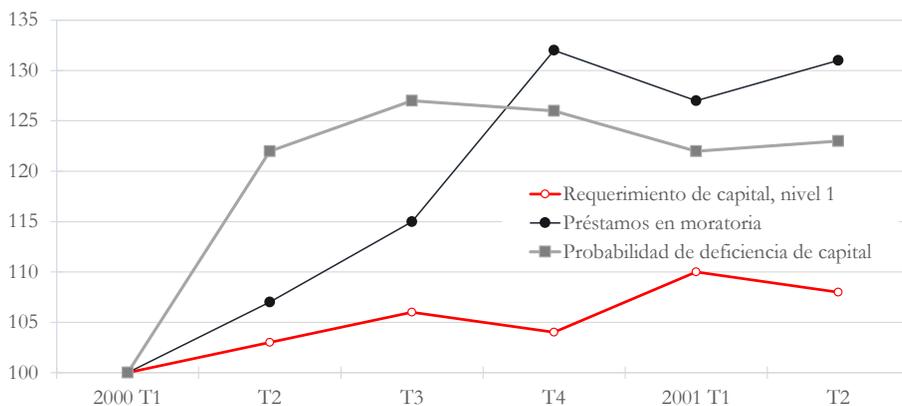
La economía de la región se recuperó bastante durante el año 2021, después de haber sido fuertemente golpeada por la pandemia. Ello en parte es reflejo de que la calidad de la supervisión y regulación bancaria en la región mejoró dramáticamente en los últimos veinte años y los sistemas financieros, en general, tienen mucho capital, disponen de mucha liquidez y sus riesgos han sido muy reducidos. Contar con esa solidez fue crucial para afrontar una crisis tan complicada como la del COVID-19, que significó una crisis humanitaria, económica y financiera muy profunda. En la región, los ratios de capital del nivel 1 de todos los bancos se encontraban muy por encima del 8 % recomendado por Basilea I, a un nivel promedio de 13.5 % hacia finales de 2019. Por supuesto, esto bajó a inicios de 2020, aunque se recuperó rápidamente a niveles prepandemia hacia finales de 2020.

De hecho, existe cierta diferencia entre las medidas de riesgo derivadas de los balances de los bancos y las medidas de riesgo derivadas del mercado. Entre estas últimas, destaca la probabilidad de deficiencia de capital (PCD, por sus siglas en inglés), que puede ser calculada para todos los bancos de la región que cotizan en una bolsa. Este indicador subió mucho en el año 2020, como uno esperaría, pero llama la atención que en ALC, la PCD siga siendo más alta que en el periodo precrisis, a diferencia de otros países como EE. UU. y Canadá. Este incremento se observa en la figura 2, junto con un crecimiento en los indicadores de capital bancario y de los préstamos en mora.

En Cavallo y Powell (2021) indicamos que es posible que existan ciertos riesgos en los sistemas financieros de la región un poco escondidos. La razón es que hubo muchas intervenciones y flexibilización de las regulaciones para hacer frente a la pandemia. Así, probablemente en los próximos meses veremos mayores impactos sobre la moratoria, sobre todo cuando los programas de garantías públicas sobre préstamos expiren. Es justamente para enfrentar estas contingencias que existen los *buffers* de capital; que estos se encuentren holgadamente por encima de los requisitos regulatorios lleva a concluir que, a pesar de los riesgos latentes, los sistemas financieros de la región se mantendrán sólidos.

Para concluir, creo que la adopción y la adaptación de los estándares de Basilea siguen siendo desafíos para la región, ya que muchos países aún siguen en el proceso de adoptar Basilea III. Los países están en distintas posiciones y siguen diferentes alternativas adoptando reglas de manera heterogénea. Hay, entonces, espacio para que la región adopte un estándar que sea consistente con Basilea, pero

Figura 2
Indicadores de riesgo de balances y del mercado en la región, 2000 a 2001



Fuente: Cavallo y Powell (2021). Elaboración propia.

que brinde también más homogeneidad entre nuestros países, especialmente en una región que seguirá en un franco proceso de integración financiera. Las regulaciones y la supervisión tan acertadas adoptadas en los años recientes debido a la disciplina y profesionalismo de las superintendencias son elementos muy críticos para la estabilidad financiera de los años venideros.

Referencias

- Acharya, V., Philippon, T., Richardson, M., & Roubini, N. (2009). The financial crisis of 2007-2009: Causes and remedies. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18(2), 89-137.
- Anginer, D., Bertay, A. C., Cull, R. J., Demirguc-Kunt, A., & Mare, D. S. (2019). *Bank regulation and supervision ten years after the Global Financial Crisis* (Policy Research Working Paper n.º 9044). Washington, D.C.: World Bank Group.
- Cavallo, E. A., & Powell, A. (Eds.). (2021). *Opportunities for stronger and sustainable postpandemic growth*. Washington, D.C.: Interamerican Development Bank.
- Majnoni, G., & Powell, A. (2005). Reforming bank capital requirements: Implications of Basel II for Latin American countries. *Economia*, 5(2), 105-140.

Sector financiero y políticas macroprudenciales

JOSÉ BERRÓSPIDE*

El sistema financiero peruano ha crecido considerablemente, de manera especial desde finales de la década de 1990. Su dinámica se relaciona, por supuesto, con el crecimiento de la economía y la entrada de capitales externos. Sin embargo, también refleja los aciertos en el manejo de la política monetaria y las políticas macroprudenciales, cuyas medidas redundaron en la mayor solidez de las empresas financieras. Ello permitió enfrentar con buenos fundamentos la crisis financiera internacional en 2007 a 2009, y la crisis sanitaria asociada con la pandemia del COVID-19. Estas políticas macroprudenciales, orientadas a preservar la estabilidad financiera, son consistentes con políticas similares adoptadas internacionalmente.

1 Introducción

En este capítulo enfatizo un aspecto tradicionalmente poco considerado en las discusiones de política económica, pero que hoy en día ya forma parte de los mandatos de muchos bancos centrales y autoridades financieras en el mundo: la estabilidad financiera.

El capítulo está estructurado en cuatro secciones. Primero me refiero a un marco teórico sobre estabilidad financiera y política monetaria, a través de una revisión rápida de la literatura acerca del vínculo entre la política monetaria y las políticas macroprudenciales. La segunda sección hace referencia a la práctica mediante un recuento del trabajo desde la perspectiva internacional sobre la consecución del objetivo de estabilidad financiera. Aquí, enfatizo el monitoreo de las potenciales vulnerabilidades y riesgos en el sector financiero y, en general, en el mercado de capitales. Como tercer punto, se contrasta la perspectiva internacional con la expe-

* Es un privilegio participar de este merecido homenaje a nuestro querido colega y amigo Renzo Rossini. Fui parte del personal técnico del BCRP, así que conozco de cerca su gran trayectoria profesional y la labor que desarrolló como Gerente de Estudios Económicos y como Gerente General. Las opiniones acá vertidas son únicamente las del autor y no representan, necesariamente, las de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos o la de su personal técnico.

riencia peruana en términos de política monetaria y políticas macroprudenciales. Para concluir, presento la agenda pendiente, aquello que, en mi opinión, se podría hacer para mejorar en materia de política macroprudencial.

2 Estabilidad financiera: marco teórico

Una de las grandes consecuencias de la crisis financiera internacional de 2007 a 2009 – por supuesto, más allá del descalabro financiero, el gran desastre económico y la gran recesión que nos trajo – fue la ruptura del paradigma económico imperante. Después de la crisis se dio una reformulación de la teoría económica y de los alcances de la política económica.

Antes de la crisis existía una clara separación entre la teoría macroeconómica y la teoría de las finanzas corporativas. Por un lado, desde la perspectiva macro, se utilizaban modelos de equilibrio general dinámicos y estocásticos incorporándose microfundamentos, agentes heterogéneos y algún tipo de fricciones financieras, como por ejemplo el patrimonio de las empresas. Aquí destacan los trabajos de Kiyotaki y Moore (1997) y Bernanke, Gertler, y Gilchrist (1999), que nos hablan del acelerador financiero y de la importancia de las restricciones crediticias de colateral. No obstante, en estos modelos, los bancos no jugaban un rol central. Por su parte, la teoría de las finanzas corporativas incorporaba aspectos dinámicos referentes a la teoría del portafolio, *option pricing* y la teoría de la información asimétrica (*agency theory*), que son cruciales para entender el rol de la toma excesiva de riesgos en donde participan intermediarios financieros como los bancos. Estas teorías, sin embargo, en la mayoría de los casos eran modelos de equilibrio parcial y no reparan en conclusiones desde el punto de vista agregado.

La crisis financiera de 2007 nos enseñó que los bancos y otras instituciones financieras pueden jugar un rol muy significativo en la generación, propagación y amplificación de choques exógenos a la economía. De hecho, la crisis fue originada en el mercado hipotecario en los Estados Unidos y los bancos contribuyeron a generar gran parte de los problemas financieros y económicos del momento. Tras la crisis ocurre esta fusión de teorías y comenzamos entonces a hablar de los modelos macroeconómicos que incorporan fricciones financieras, en particular, del rol de las hojas de balance y del patrimonio bancario. Ello es importante para entender lo que se denomina “riesgo sistémico”; es decir, ese riesgo a la baja que puede tener una probabilidad de ocurrencia muy pequeña pero que, al materializarse, puede generar una catástrofe en los sistemas financieros.

Una de las conclusiones más relevantes del nuevo paradigma de los modelos “macrofinancieros” es la separación de objetivos. Tenemos, por un lado, la acción de la política monetaria que enfatiza la estabilización de precios y, por otro lado,

la política macroprudencial cuyo rol fundamental es la prevención de una toma excesiva de riesgo por parte de las empresas y por parte de los bancos que pueden conllevar una crisis financiera. Si bien es cierto estas dos políticas tienen roles específicos, en la práctica cuando hablamos del objetivo de estabilidad financiera, ambas deben actuar de manera complementaria.

Para sentar un par de ideas sobre las principales conclusiones de este nuevo paradigma macrofinanciero y de la interacción entre políticas monetaria y macroprudencial, cabe destacar que se ha desarrollado una vasta literatura después de la crisis financiera. Me centraré brevemente en dos grupos de trabajos muy representativos de esta corriente, que desarrollan modelos de equilibrio general que incorporan como variable clave el patrimonio bancario.

En primer lugar, Martínez-Miera y Repullo (2017, 2019) enfatizan cómo los bancos pueden ayudar a prevenir la toma excesiva de riesgo. Los bancos son importantes porque además de su función tradicional de intermediación financiera o canalización de los recursos del ahorro hacia la inversión, cumplen un rol fundamental para aliviar los problemas de información asimétrica en los contratos de deuda, pues monitorean el riesgo de sus clientes. Un banco otorga un préstamo a una empresa tras el estudio y el seguimiento de los estados financieros de la empresa, por lo que puede determinar si efectivamente está en condiciones de pagar el préstamo y verificar si la empresa tendría incentivos para invertir en proyectos altamente riesgosos con el fin de obtener más rentabilidad. Así, a través del monitoreo, el banco asegura que las empresas tomen un riesgo moderado.

Esa acción es relevante porque implica que, en el agregado, la inversión privada no sea tan riesgosa. No obstante, cuando ocurre un choque exógeno que afecta el capital de los bancos, estos disminuyen su capacidad de monitoreo, lo que conlleva una mayor toma de riesgo que puede devenir en una burbuja financiera. Eso, a su vez, incrementa la posibilidad de *default* ante lo cual los bancos responden disminuyendo el crédito. Al contraerse el crédito, se reduce consecuentemente la inversión, el consumo y el producto. Al caer la demanda, vuelve a bajar el crédito y se crea una espiral que degenera en crisis.

¿Cómo pueden prevenirse estos episodios? Brunnermeier y Sannikov (2014, 2016) nos muestran que la política monetaria puede usarse para estabilizar. Bajar la tasa de interés ayuda a reactivar la demanda pero también es una manera de recapitalizar a los bancos, ya que si estos mantienen en sus hojas de balance bonos del tesoro que se revalorizan con la reducción de las tasas de interés, aumentaría nuevamente el capital de los bancos, mejorando su situación financiera. En este sentido, la política monetaria actuaría como un seguro contra los choques adversos, favoreciendo la recapitalización bancaria. Sin embargo, como todo esquema de seguros, puede estar sujeta a problemas de riesgo moral, pues al disminuir ta-

sas de interés por períodos prolongados, los bancos encontrarían incentivos para incrementar su rentabilidad invirtiendo en proyectos más riesgosos. Esta toma excesiva de riesgo podría prevenirse con regulación prudencial; es decir, con requerimientos de encaje o requerimientos de liquidez de manera que se prevenga la toma excesiva de riesgos. Aquí es donde emerge la complementariedad entre política monetaria, orientada a la estabilización, y política macroprudencial, orientada a prevenir la toma excesiva de riesgos. Es importante mencionar que cuando los sistemas financieros son sanos y operan de manera estable, se potencia el mecanismo de transmisión de la política monetaria, y las señales de cambios en las tasas de interés hacia los inversionistas son más transparentes. Este es otro aspecto de complementariedad por destacar.

Otro cambio significativo después de la crisis es que el interés en la literatura de regulación se movió desde los aspectos micro hacia los aspectos macro. Hoy en día hablamos de políticas “macroprudenciales” que no solo enfatizan la solvencia de un banco en particular, sino también la solvencia agregada; es decir, de todo el sistema financiero y de toda la economía. Nos interesa el banco más grande de una economía no solamente por el impacto negativo que podría tener su posible caída en sus depositantes y prestatarios, sino también porque podría arrastrar consigo a otras instituciones interconectadas porque operan en mercados comunes como los de depósitos, crédito, deuda, dinero y derivados. Así, en el enfoque macroprudencial se resalta la propagación y amplificación de los choques, y se enfatizan las externalidades negativas de los bancos, el contagio financiero y los *spillovers*.

Para estudiar cómo se implementa todo este enfoque en la práctica, destaca el trabajo de Adrian, Covitz, y Liang (2015), quienes sintetizan la manera de actuar de las políticas macroprudenciales en cuanto a la identificación de vulnerabilidades financieras. Los autores trabajaban en la Reserva Federal en ese momento y, desde mi punto de vista, brindan una suerte de recetario muy útil que involucra cuatro aspectos relevantes cuando queremos identificar vulnerabilidades y riesgos. Primero está la identificación de una posible sobrevaloración de activos; monitoreando los mercados de bonos, de acciones, de crédito y de derivados, tratamos de identificar una posible toma excesiva de riesgo que nos pueda llevar a un comportamiento de burbuja. El segundo y el tercer punto enfatizan el rol del apalancamiento (*leverage*), tanto el del sector no financiero (las empresas y los hogares) como el del sector financiero (bancos y entidades financieras no bancarias), respectivamente. El cuarto punto de incidencia es la toma de riesgo de liquidez, el descalce de madurez, el descalce de moneda y lo que la literatura nos enseña en términos de externalidades negativas, de interconexiones, contagios y *spillovers*.

Para resumir, el marco conceptual y su implementación en la práctica a través de este recetario lleva a que hoy en día el enfoque macroprudencial que siguen

los bancos centrales en el mundo, incluido el Banco Central de Reserva de Perú (BCRP), sea uno de prevención de crisis. Esta es una distinción significativa porque, bajo este enfoque, las políticas macroprudenciales son implementadas *ex ante* para prevenir la toma excesiva de riesgo. Es preciso identificar si se están generando burbujas financieras mediante una sobrevaloración en ciertos mercados de activos, prevenir el excesivo apalancamiento y que los bancos sistémicos incurran en actividades que generen contagios. Si los bancos se endeudan más a corto plazo y prestan a largo plazo, o si se endeudan en una moneda y prestan en otra moneda, habrán descalces de tasas, plazos, monedas e interés. Todo esto constituye la función de las políticas macroprudenciales.

Otro elemento importante de la política macroprudencial, recomendada por la literatura e instituciones de regulación internacional como el Banco de Pagos Internacionales (BIS), es su carácter contracíclico: ajustar la regulación (por ejemplo, subir los requerimientos de capital) en la fase expansiva del ciclo y flexibilizarla en épocas contractivas. Esto se complementa, entre otras cosas, con las pruebas de estrés que también son populares en la mayoría de bancos centrales y autoridades prudenciales del mundo.

3 Política macroprudencial en la práctica

En esta sección exploraremos cómo se ha llevado a la práctica la consecución del objetivo de estabilidad financiera y, sobre todo, la identificación de posibles vulnerabilidades financieras siguiendo el recetario descrito. Para hacerlo me gustaría analizar cuál ha sido la evolución de la economía global en los últimos años, con especial énfasis en la extraordinaria respuesta de política ante el impacto de la pandemia de la COVID-19. Esta respuesta de política ha comprendido programas de liquidez y programas de crédito por parte de las autoridades monetarias, así como un apoyo fiscal sostenido por parte de la autoridad fiscal. Esta combinación de medidas ha permitido mantener el flujo de crédito en muchos casos y ha facilitado una recuperación que, en opinión de muchos, ha ocurrido de una manera más rápida de lo que originalmente se había previsto. Sin embargo, existe aún mucha incertidumbre y nerviosismo en varios mercados financieros producto de la persistencia de la pandemia y de los nuevos contagios por las variantes.

Empecemos por mirar cómo llegamos al momento en que se inicia la pandemia. Por un lado, en términos de identificación de vulnerabilidades, había ya señales de una posible sobrevaloración en varios mercados de activos y un riesgo de burbuja, sobre todo en el mercado de acciones. Asimismo, se hablaba de un alto apalancamiento del sector empresarial. Esos eran los dos riesgos potenciales y se monitoreaba muy de cerca cómo evolucionaban estas vulnerabilidades antes

Figura 1
Índice S&P 500, 2019 a 2021

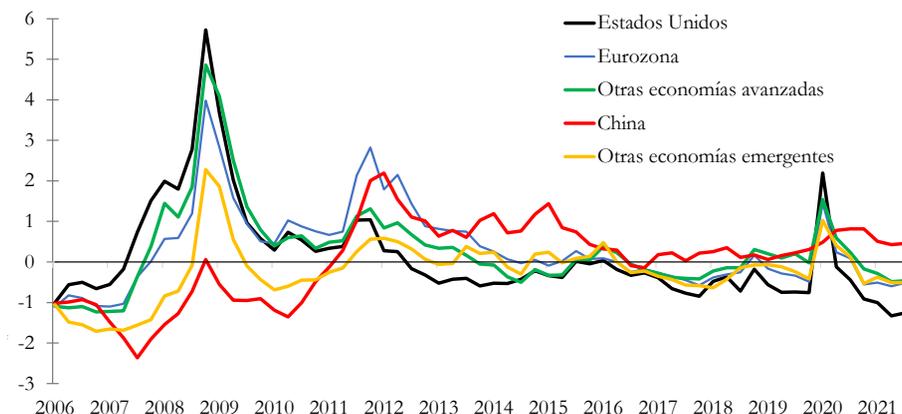


Fuente: Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis.

de la pandemia. Si bien la pandemia se genera antes, el impacto en los mercados es muy fuerte en marzo de 2020. Si nos referimos a la evolución del índice S&P 500, muy representativo del mercado bursátil mundial, se observa en la figura 1 una tendencia al alza hasta febrero de 2020 y, durante el inicio de la pandemia en marzo de 2020, cae fuertemente en cerca de 30 %. Tras la enérgica respuesta de política monetaria, se registra una recuperación muy rápida en el índice que retoma el nivel anterior a la pandemia en septiembre 2020, e incluso siguió creciendo sostenidamente, al punto que un año después algunos observadores ya pronosticaban una posible corrección. Esta evolución debe monitorearse muy de cerca.

El segundo elemento importante es que las condiciones financieras se han mantenido relajadas. Acá es útil referirnos al índice de condiciones financieras calculado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su *Reporte de Estabilidad Financiera Global* de abril de 2021. Los índices, que reflejan la facilidad con que los inversionistas obtienen financiamiento en los distintos mercados, se muestran en la figura 2. Se aprecia en la evolución histórica que las condiciones financieras se endurecieron muchísimo durante la crisis financiera internacional en la mayoría de economías estudiadas: EE.UU., Europa, China, otras economías avanzadas y economías emergentes. Obviamente, con la agresiva respuesta de política durante la crisis se normaliza la situación gradualmente, el índice baja y en el caso europeo entre 2011 y 2013 vuelve a subir por el tema de la crisis de los bonos soberanos. Luego, el índice baja y, para el caso de EE.UU. y de otras economías emergen-

Figura 2
Índices de condiciones financieras, 2006 a 2021



Notas: Desviaciones estándares respecto al promedio.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2021; Figure 1, p. ix).

tes, se mantiene en valores reducidos, lo que indica condiciones financieras laxas, hasta que vuelve a subir en marzo de 2020, producto del inicio de la pandemia. No obstante, el índice no aumenta tanto como durante la crisis financiera. Ello es así en parte porque la crisis de la COVID-19 no es una crisis financiera, sino que es una crisis sanitaria que afecta a la economía real con obvias consecuencias en el lado financiero. Más notable aún es que en todo el mundo se actuó de manera decisiva, literalmente inundando los mercados con liquidez, crédito y con programas de apoyo fiscal. Ante la rápida respuesta, las condiciones financieras se han recuperado y se mantienen laxas.

Lo tercero en el recetario es el rol del apalancamiento, sobre todo el nivel de apalancamiento del sector corporativo, uno de los indicadores favoritos de los bancos centrales, que se mide como la razón de crédito a PBI. En el caso de EE.UU., durante la crisis de 2007 a 2009, el problema se concentró en el crédito a los hogares, cuya razón respecto al PBI fue cercana a uno. Cabe recordar que esta fue una crisis hipotecaria *subprime*, por lo que esta razón se desploma considerablemente y se ha mantenido realmente muy baja aproximadamente en 0.7. El crédito a las empresas (0.7 veces el PBI en 2008) también se redujo después de la crisis, pero se ha venido recuperando sostenidamente desde 2012. Durante la pandemia, el crédito tuvo un repunte de corta duración como consecuencia de que, ante el problema de liquidez, muchas empresas corrieron a los bancos a tratar de obtener desembolsos

de sus líneas de crédito, y los bancos pudieron atender la súbita mayor demanda por crédito gracias al apoyo y la inundación de liquidez de los bancos centrales. Una vez que se normalizó de manera gradual la actividad en el mercado de bonos y de deuda corporativa, las empresas comenzaron a emitir más bonos y a usar esos recursos para repagar sus líneas de crédito, con lo cual el crédito a empresas cayó, aunque se mantiene a niveles elevados (cerca de 0.8 veces el PBI).

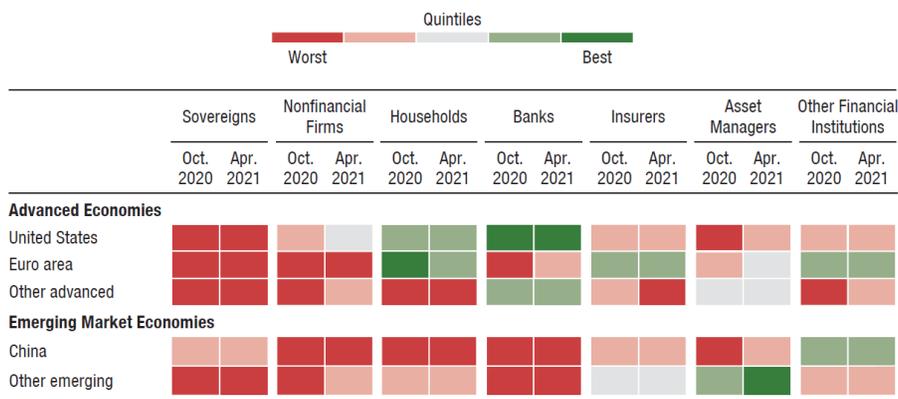
El siguiente aspecto en el recetario de Adrian *et al.* (2015) es el apalancamiento del sector financiero. Acá una medida útil es el nivel de ratio de capital de los bancos (Common Equity Tier 1, CET1). Durante la crisis de 2007 a 2009, los bancos de EE.UU., sobre todo los más grandes, experimentaron una disminución significativa de su capital que luego se revierte como consecuencia de una posición muy expansiva adoptada por la Reserva Federal, en la forma de diversos programas de liquidez y de crédito, así como del uso de la política monetaria no convencional y el programa de inyecciones de capital bancario.

En un episodio bastante prolongado de estímulo monetario y tasas de interés bajas, se tuvo que hacer algo en términos de regulación prudencial. Ahí encaja la implementación de los estándares de Basilea III, que conminan a los bancos a aumentar sus niveles de capital de tal manera que, por ejemplo, en 2008, los bancos operaban con un nivel de capital de aproximadamente 6 %, y ya hacia el año 2019 operaban con niveles cercanos al 12.5 %. En otras palabras, en poco más de una década, el capital bancario se duplicó. Resulta interesante destacar que los bancos entraron a la pandemia con indicadores robustos de capital y de liquidez, e inclusive mejoraron sus ratios de capital durante este periodo.

Hubo, igualmente, un problema de aumentos en la morosidad bancaria porque mucha gente no estaba en condiciones de pagar sus deudas, ya que no salía a trabajar porque estaba confinada. Entonces, bajan los ingresos de las familias, caen los ingresos para las empresas, hay un menor repago y los bancos tienen que hacer más provisiones por pérdidas y castigar deudas, lo que afecta su rentabilidad. No obstante, los bancos entraron a la pandemia en buena forma y la soportaron sin dificultades, lo que dice mucho de todo el esfuerzo de reforma financiera internacional durante la década de 2010.

Para resumir esta parte, tomo la figura 3 directamente de Fondo Monetario Internacional (2021). Aquí se muestra un mapa de calor que resume la evolución de distintos indicadores en dos fechas, octubre de 2020 y abril de 2021, para varias regiones en el mundo: EE.UU., Europa, otras economías avanzadas, China y otros mercados emergentes. Los mapas de calor miden la temperatura del sistema financiero. Así, el color rojo indica que hay “fiebre” en el sistema financiero, es decir, un alto riesgo, mientras que los niveles en verde o azul indican bajo riesgo.

Figura 3
Vulnerabilidades financieras por sectores y regiones en el mundo (mapa de calor)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2021), Box 1.1, p. 30.

Un resultado saltante que nos muestra esta figura es que las vulnerabilidades financieras asociadas a la deuda soberana se mantienen en rojo, el riesgo es muy alto, y esto es entendible porque toda la respuesta de política de los grandes apoyos fiscales fueron financiados con deuda pública. El fuerte aumento de los niveles de endeudamiento en los distintos gobiernos está comenzando a crear situaciones de potencial riesgo. De hecho, en el caso de EE.UU., el congreso demoró hasta diciembre de 2021 la decisión de subir el límite al endeudamiento del gobierno, lo que generó meses de incertidumbre dada la importancia de esa decisión para la economía americana.

Por su parte, en el sector corporativo de economías avanzadas se aprecia una mejora producida por la rápida recuperación. Así, algunos meses atrás el indicador estaba en rojo y ahora ha pasado a rosado. En EE.UU. ha llegado a estar en el 50 % más bajo de la distribución y en color celeste. Sin embargo, en Europa, el riesgo de apalancamiento del sector corporativo se mantiene elevado, lo mismo en el caso de otras economías avanzadas. En el caso de China es muy importante mirarlo, ya que Evergrande, gran inversionista en el mercado inmobiliario en China, ha tenido problemas para cumplir su pago de deuda y ha entrado en moratoria. La empresa tiene un plazo establecido para solucionar el problema y los mercados internacionales están a la expectativa de qué va a pasar. Asimismo, el apalancamiento en las familias y bancos no muestra mayores problemas para EE.UU.; pero, en el caso de los bancos en China y de otras economías emergentes, el riesgo se mantiene elevado. Este es el tipo de información contenida en estos indicadores.

Algo interesante reportado en Fondo Monetario Internacional (2021) es que la recuperación respecto al inicio de la pandemia ha sido en términos generales bastante rápida. La pandemia le pegó muy fuerte a muchos países; por ejemplo, en el Reino Unido se tuvo una contracción de casi 10 %, mientras que en el Perú esta fue de poco más del 11 %. No obstante, se prevé para 2021 una rápida recuperación de 5 % en el caso del Reino Unido y superior al 10 % en el caso del Perú. Claro está que si la caída inicial fue muy fuerte, el crecimiento posterior es simplemente un rebote estadístico.

La situación pospandemia representa un gran desafío para las economías emergentes que pondrá a prueba todo el progreso que se ha conseguido en materia de estabilización y de fortalecimiento de los sistemas financieros. Una de las primeras pruebas será el incremento de tasas de interés en EE.UU. Se sabe que cuando las tasas de interés suben en las economías desarrolladas, se produce una salida de capitales de las economías emergentes y aumenta inmediatamente el riesgo cambiario. Ello constituye una amenaza si es que el grado de dolarización (por ejemplo, el grado de endeudamiento en moneda extranjera del sector empresarial) es alto, pues el riesgo cambiario puede devenir en riesgo crediticio. Entonces, este es un desafío importante al que se enfrentan las economías como la peruana.

4 La receta peruana

En los últimos 25 a 30 años, el sistema financiero en el Perú ha crecido significativamente, de tal manera que ha logrado enfrentar la crisis financiera internacional de 2007 a 2009 y la crisis de la pandemia con buenos fundamentos. La política monetaria ha sido buena y las políticas macroprudenciales han sido pertinentes.

En lugar de centrarme en el excelente trabajo hecho durante el programa de estabilización en los años noventa y las valiosas lecciones que aprendimos después de la crisis rusa de 1998, voy a enfocarme en lo que pasó desde comienzos de la década de 2000. Destaco dos puntos: primero, la implementación de las metas explícitas de inflación (*inflation targeting*) a partir de 2002; segundo, la profundización del mercado de capitales, sobre todo de valores de renta fija a través del uso de los certificados que empezaron a usarse en la década de 1990 y luego con el uso de emisiones de los bonos del gobierno. Como señalan Rossini y Quispe (2017), estas reformas facilitan las señales y transmisión de la política monetaria, haciéndola mucho más efectiva. Véase, además, Minaya, Lupú, y Cabello (2017).

Desde el punto de vista eminentemente financiero, cuando hay más instrumentos de renta fija, como en el caso particular de los bonos del tesoro, se desarrolla toda una curva de rendimiento (*term structure*), de modo que los inversionistas cuentan con instrumentos para poder transferir riesgo a lo largo del tiempo. Ello

también representa mayores fuentes de financiamiento alternativo al crédito bancario, así como el desarrollo de instrumentos que permitan la absorción de los flujos de capital que provienen del exterior.

Por el lado de políticas macroprudenciales y de regulación financiera, algo interesante en el caso peruano es que no existe una única autoridad macroprudencial de naturaleza supranacional. En el Perú, se adopta el modelo de políticas macroprudenciales en el que existen dos actores principales: el BCRP, por un lado, y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), por el otro. Ello requiere de una coordinación muy estrecha al momento de tomar decisiones en materia de política macroprudencial.

En lo que respecta al BCRP, un tema que se trabajó muchísimo desde finales de los noventa es la reducción de los niveles de dolarización financiera, es decir, tanto del crédito como de los depósitos. Esto permite una menor interferencia con la correcta transmisión de la política monetaria, y favorece una reducción en el riesgo de hoja de balance de las empresas altamente endeudadas en moneda extranjera. La reducción de la dolarización y el uso de requerimientos de encaje sobre moneda extranjera involucra básicamente los dos primeros aspectos del recetario, ya que el dólar es un activo financiero muy importante en el Perú y es crucial monitorear si se encuentra sobrevalorado. Así, lo que hace el BCRP con sus intervenciones cambiarias y la gestión de liquidez en moneda extranjera, además de reducir la volatilidad del tipo de cambio y su impacto en la hoja de balance de las empresas, es prevenir sobrevaloraciones sistemáticas del dólar.

Lo segundo es moderar el apalancamiento de las empresas que están endeudadas en dólares. El manejo de los requerimientos de encaje actúa sobre este segundo aspecto. La estrecha coordinación con la SBS es clave porque cuando el BCRP modifica los requerimientos de encaje, se afecta la composición de los activos líquidos de los bancos, encaje versus efectivo, lo que tendría consecuencias en cuanto al cumplimiento de las metas de requerimientos de liquidez establecidas por la SBS.

La evolución de la desdolarización en el Perú está bien documentada en Armas (2016) y Terrones (2022). Hacia inicios de la década de 2000, los niveles de dolarización en el Perú eran muy elevados y han venido reduciéndose de manera gradual y sostenida. La dolarización del crédito pasó de cerca de 80 % a aproximadamente 25 %, mientras que la dolarización de la liquidez también pasó de cerca de 80 % a 44 %. Es muy importante notar que la crisis financiera internacional no interrumpió este proceso. La disminución de los niveles de dolarización favorece la estabilidad financiera, y ha dado cierta protección al incremento del tipo de cambio durante 2021, en buena medida producto de la incertidumbre política.

Otro acierto en materia macroprudencial es el manejo efectivo de las tasas de encaje, principalmente en dólares. El objetivo es moderar la entrada de capitales

que reciben los bancos y, de esta manera, aminorar su uso como fuente de financiamiento para el crédito en moneda extranjera que los bancos otorgan al sector empresarial. En las épocas con condiciones financieras laxas existe el riesgo de un posible *boom* crediticio y de entrada masiva de capitales. Esos son los momentos en los que el BCRP debe empezar a elevar los encajes. El encaje subió de niveles de 30 %, a finales de la crisis financiera global, a alrededor de 70 % hacia el año 2016. Desde entonces fue bajando paulatinamente hasta 35 %, nivel en el que permanecía cuando empezó la crisis de la COVID-19. Desde el punto de vista del recetario de política, el BCRP actúa para evitar la sobrevaloración de un activo relevante como es el dólar, monitoreando el crecimiento del crédito y moderándolo a través de los requerimientos de encaje.

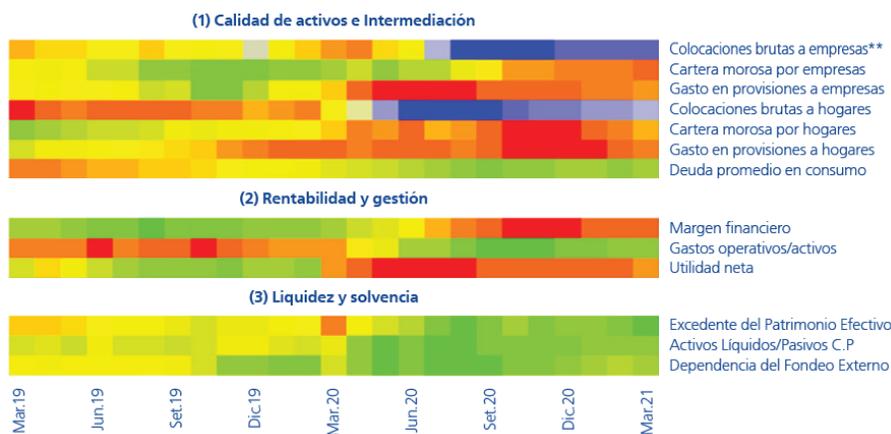
Por el lado de la SBS, nuevamente siguiendo este recetario, se trabajó efectivamente sobre los dos últimos aspectos: el apalancamiento de las entidades financieras y los requerimientos de liquidez. Después de la crisis financiera global, el mundo adoptó una reforma financiera aplicando los estándares de Basilea III y el Perú hizo lo propio. La SBS llevó a cabo esta reforma fortaleciendo el marco regulatorio e implementando las recomendaciones de Basilea III de requerimientos de capital y requerimientos de liquidez con énfasis en bancos y compañías de seguros.

Otros aspectos interesantes son el énfasis en las entidades sistémicas, que implica una regulación más estricta de los bancos más grandes, y el uso contracíclico de la regulación macroprudencial. Ambos son aspectos recomendados por los estándares de Basilea y estudiados en la literatura. En el caso del Perú, la implementación del requerimiento contracíclico de capital se hace a través del régimen de provisiones dinámicas que se asemeja al utilizado en España. En este caso, se establece un mayor requerimiento de capital para créditos en ciertos segmentos que se consideran riesgosos como créditos hipotecarios y créditos de consumo. Asimismo, hay una cuidadosa labor de clasificar el crédito por tipo de deudor (crédito comercial, corporativo, grandes, medianos o microempresa) y existen reglas específicas para activar o desactivar el requerimiento contracíclico. Todo esto es consistente con lo que han venido haciendo los bancos centrales y las autoridades macroprudenciales en el mundo.

5 El impacto de políticas macroprudenciales

Veamos ahora qué impacto ha tenido la aplicación de estas políticas en términos de la evolución del sistema financiero. En la figura 4, tomada de Banco Central de Reserva del Perú (2021), el *Reporte de Estabilidad Financiera* del BCRP, se muestra el mapa de calor para el sistema financiero local. Se puede apreciar que a inicios de 2021 el sistema financiero había soportado de buena forma la crisis sanitaria.

Figura 4
Mapa de calor del sistema financiero peruano



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2021), gráfico 1.8, p. 15.

Los niveles de capital y de liquidez con los que entraron los bancos a la crisis de la pandemia eran altos. Por ejemplo, en el último panel, los indicadores de liquidez y solvencia registran una temperatura baja, mostrada en verde. Ello a pesar de los evidentes estragos que la pandemia tuvo en el sistema financiero: provocó una caída del producto de 11 %, aumentó la morosidad y eso llevó a que los bancos tengan que hacer más provisiones, lo que afectó su rentabilidad. Los indicadores de provisiones y de utilidad o margen financiero estuvieron en rojo por un tiempo, y ya comienzan a aparecer en un naranja, es decir, en niveles que muestran al sector “menos afebrado”. Los indicadores relativos a la evolución del crédito, como colocaciones a empresas y a hogares, se mantienen en azul.

Sobre este último punto, es interesante discutir sobre el crecimiento del crédito antes y durante la pandemia. En el Perú ocurrió lo mismo que en EE.UU., donde se implementó un programa de apoyo ambicioso llamado *Payment Protection Plan*, que comprendía créditos de protección por problemas asociados con la caída de ingresos en las empresas. Los bancos recibieron líneas de crédito para otorgar créditos a los sectores más golpeados por la pandemia. En el caso del Perú, el programa Reactiva Perú tuvo un objetivo similar y logró que el crédito creciera; de otro modo, el crédito habría caído considerablemente, producto de la recesión y de la caída en la demanda. De hecho, cuando se analiza el detalle de las colocaciones por destino, se confirma la recuperación del crédito para empresas, a la vez que se registra una caída del crédito para los hogares. Es decir, la recuperación del crédito total provino básicamente por la acción positiva del programa Reactiva.

Es interesante preguntarse si esta evolución del crédito representa una posible vulnerabilidad financiera agregada. Para responder a esta pregunta, los organismos internacionales como el BIS y el FMI sugieren monitorear la “brecha de crédito” o *credit gap*, que mide el desvío del nivel observado de la ratio de crédito sobre el PBI con relación a una tendencia de largo plazo. En el caso peruano, se verifica que la brecha en 2017 era negativa, lo que indica la ausencia de vulnerabilidades asociadas a dicho indicador. El crédito luego se recupera, pero dicha recuperación no fue tan grande, manteniéndose el ratio cerca de su tendencia de largo plazo. Por ende, el riesgo de apalancamiento del sector corporativo se mostraba contenido. Hacia 2021, la brecha de crédito se muestra positiva, aunque no en niveles alarmantes.

6 Agenda pendiente

La revisión previa muestra que en el Perú las cosas se han hecho bien, lo que ha permitido que el sistema financiero opere de forma estable. No obstante, en mi opinión, subsisten tres aspectos fundamentales de mejora que se podrían considerar potenciales vulnerabilidades externas e internas para el sistema financiero peruano.

Primero, a pesar del excelente trabajo en la reducción de los niveles de dolarización, una dolarización cercana al 20 % sigue siendo alta. ¿Está el sistema financiero preparado para absorber un incremento en la tasa de política de la Reserva Federal? ¿Están las empresas en el Perú preparadas, en cuanto a sus niveles de apalancamiento, para absorber una fuerte depreciación? A pesar de que, llegado el momento, el BCRP probablemente saldrá a moderar la volatilidad en el tipo de cambio, se trata de una vulnerabilidad que hay que monitorear permanentemente.

Segundo, en el Perú, el riesgo político todavía le pasa la factura a la economía. Es muy ilustrativo que, a pesar de los buenos fundamentos, se le bajara la calificación de riesgo a los bonos del Perú en septiembre de 2021. Aunque ello es una labor directa del ejecutivo y del congreso, y escapa al manejo técnico de instituciones como el BCRP o la SBS, es una fuente de vulnerabilidad considerable.

Tercero, el sistema financiero peruano aún se encuentra muy bancarizado y muy concentrado. Del total de activos del sistema financiero, los bancos poseen el 64 %, quienes otorgan el 85 % del crédito al sector privado. Las entidades no bancarias no participan de manera significativa en la intermediación financiera, al representar solo el 12 % de activos y el 15 % del crédito al sector privado. Así, hay una limitada intermediación por parte de las cooperativas de ahorro y crédito y todas las entidades de apoyo a las microempresas. Por ejemplo, hubiera sido ideal que las entidades financieras no bancarias usaran su red de apoyo para distribuir la ayuda gubernamental durante la pandemia.

Concluyo resaltando que es bueno tener presente que extender las fuentes de intermediación trae consigo retos regulatorios. En las economías desarrolladas, producto de una regulación más estricta implementada en el periodo poscrisis financiera, hemos observado que la actividad de intermediación ha venido migrando desde los bancos a instituciones no bancarias menos reguladas. Así, las autoridades macroprudenciales en las economías avanzadas deben decidir qué hacer para regular muchas de las instituciones financieras no bancarias como fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de cobertura, compañías de seguros y empresas financieras que vienen aumentando su participación en el crédito en el sector corporativo, y que no están sujetas a la regulación. Al no estar sujetas a la regulación, las instituciones financieras no bancarias constituyen una fuente de vulnerabilidad financiera importante, tal como se observó durante la caída de los mercados financieros como consecuencia del impacto de la pandemia en marzo de 2020, y tras la venta masiva de títulos por parte de estas instituciones que agudizó la crisis de liquidez y obligó a una fuerte intervención de gobiernos y bancos centrales.

Referencias

- Adrian, T., Covitz, D., & Liang, N. (2015). Financial stability monitoring. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 357-395.
- Armas, A. (2016). Dolarización y desdolarización en el Perú. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (p. 61-94). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2021). *Reporte de estabilidad financiera. Mayo 2021*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Bernanke, B., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. En M. Taylor & M. Woodford (Eds.), *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 1C, p. 1341-1393). North Holland.
- Brunnermeier, M. K., & Sannikov, Y. (2014). A macroeconomic model with a financial sector. *American Economic Review*, 104(2), 379-421.
- Brunnermeier, M. K., & Sannikov, Y. (2016). *The I theory of money* (NBER Working Paper n.º 22533). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Fondo Monetario Internacional. (2021). *Global financial stability report, April 2021: Pre-empting a legacy of vulnerabilities*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-48.
- Martinez-Miera, D., & Repullo, R. (2017). Search for yield. *Econometrica*, 85(2), 351-378.

- Martinez-Miera, D., & Repullo, R. (2019). Monetary policy, macroprudential policy, and financial stability. *Annual Review of Economics*, 11, 809-832.
- Minaya, E., Lupú, J., & Cabello, M. (2017). *Macroprudential policies in Peru: The effects of dynamic provisioning and conditional reserve requirements* (BIS Working Paper n.º 675). Bank of International Settlements.
- Rossini, R., & Quispe, Z. (2017). Implementation of macroprudential policy in Peru. En Bank for International Settlements (Ed.), *Macroprudential policy frameworks, implementation and relationships with other policies* (Vol. 94, p. 257-275). Bank for International Settlements.
- Terrones, M. (2022). Dolarización parcial: ¿adicción o seguro? En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíes* (p. 327-344). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.

Dolarización parcial: ¿adicción o seguro?

MARCO E. TERRONES*

Una herencia importante de los periodos hiperinflacionarios en economías emergentes ha sido la dolarización parcial de sus sistemas financieros. Se ha documentado que esta genera mayor vulnerabilidad ante choques cambiarios e impone limitaciones a la política macroeconómica. Así, no sorprende que estas economías, incluida la peruana, hayan hecho esfuerzos por desdolarizarse. También se ha señalado que la dolarización parcial puede ser beneficiosa como un mecanismo de seguro y disciplina. Este capítulo repasa la dolarización en economías emergentes, identifica lecciones y retos, y señala las áreas de investigación futura. En particular, discute de una manera preliminar la posibilidad de que haya un nivel óptimo de dolarización financiera.

1 Introducción

La dolarización es una de las características más importantes de muchos países emergentes y ha marcado la forma como estos diseñan sus políticas macroeconómicas. Es un fenómeno complejo con bastantes tonos. Algunos países están totalmente dolarizados. Estos países usan oficialmente una moneda extranjera en todas sus transacciones reales, financieras, y contractuales. Por ejemplo, Ecuador, El Salvador, y Panamá usan el dólar americano, mientras que Kosovo, Mónaco, y Montenegro usan el euro. La adopción de una moneda extranjera por parte de un país elimina el riesgo de una devaluación cambiaria, lo cual reduce la prima de riesgo país, a cambio de no tener una política monetaria independiente. Salirse de una dolarización total generalmente involucra un proceso muy costoso.

Por otro lado, un gran número de países emergentes se encuentran parcialmente dolarizados. En estos casos, y a diferencia de los países totalmente dolarizados,

* Quiero agradecer la invitación a participar en este libro en honor a Renzo Rossini. Tuve la oportunidad de conocer a Renzo e interactuar con él en varias oportunidades. En nuestras conversaciones había dos tópicos de interés común: el fenómeno de la dolarización financiera y las bonanzas crediticias. Una lástima que la temprana partida de Renzo trunque las valiosas contribuciones que él estaba realizando en estas áreas y en el manejo de la política monetaria en el país. Un agradecimiento especial a los editores por su apoyo en la elaboración de este documento.

las economías pueden escoger un régimen cambiario intermedio o de flotación administrada, con una política monetaria relativamente independiente. La mayoría de estos países ha adoptado un régimen monetario híbrido. Estos regímenes típicamente combinan la política monetaria con una política de intervención cambiaria activa. En particular, un número creciente de países parcialmente dolarizados ha ido adoptando una política monetaria de metas explícitas de inflación junto a un régimen de flotación cambiaria.

Hay tres tipos de dolarización parcial: (i) la dolarización de pagos, donde frecuentemente la moneda local es usada para transacciones menores (compra de víveres, gasolina, entre otros) y la moneda extranjera (digamos el dólar) es utilizada para transacciones mayores, como la compraventa de casas, terrenos, y autos; (ii) dolarización real o indexación, que se da cuando un gran número de bienes y servicios, incluyendo los no transables, se cotizan en dólares, por lo que el traspaso de las fluctuaciones cambiarias hacia la inflación resulta más elevado; y (iii) dolarización de activos y pasivos financieros, que se da cuando los agentes tienen préstamos, depósitos, y otros contratos financieros denominados tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En este caso, fuertes movimientos del tipo de cambio pueden generar descalces importantes en las hojas de balance, los que, a su vez, pueden degenerar en inestabilidad financiera. En adelante, nos vamos a concentrar en la dolarización de activos y pasivos financieros, lo que comúnmente se denomina *dolarización financiera*.

¿Por qué los países se dolarizan financieramente? Hay varias razones, pero una particularmente relevante es una historia de inestabilidad macroeconómica, típicamente marcada con hiperinflación o inflación alta, posiciones fiscales insostenibles, y crisis de balanza de pagos. En estos países frecuentemente uno encuentra una oferta, ya sea formal o informal, de instrumentos en moneda extranjera y la presencia de entidades financieras extranjeras. Asimismo, en estas economías hay una inexistencia de instrumentos en moneda nacional indexados. Los activos financieros en moneda extranjera han ayudado a sus tenedores a mitigar los efectos negativos de las crisis macroeconómicas. Los tres principales motivos detrás de la dolarización financiera a nivel teórico son el de una optimización de cartera, el de una adicción al dólar debido a imperfecciones, y el de seguro contra crisis macroeconómicas.

Hay distintas formas de medir la dolarización financiera. Una de ellas es usar la proporción de los depósitos en moneda extranjera respecto al monto de los depósitos totales del sistema bancario o financiero. Otra forma es usar la proporción de crédito en moneda extranjera sobre los créditos totales. Una tercera forma es usar la suma normalizada del ratio de depósito en moneda extranjera sobre depósitos totales y el ratio de la deuda en moneda extranjera sobre la deuda total. En

adelante, por limitaciones en la disponibilidad de datos, utilizaré la proporción de depósitos en moneda extranjera sobre los depósitos totales en el sistema financiero o bancario desde el año 2001 y para un conjunto de 44 países emergentes. En el análisis del caso peruano también utilizaremos la proporción de crédito en moneda extranjera sobre el crédito total.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera. En la segunda sección, se revisa brevemente la literatura de la dolarización financiera. En la tercera sección, se exponen los hechos estilizados de la dolarización financiera en las economías emergentes. En la cuarta, se presenta sucintamente el caso peruano. Dejo la sección final para mis conclusiones.

2 Revisión de la literatura

En la literatura hay tres teorías que explican el fenómeno de la dolarización financiera. En un mundo con mercados de capitales perfectos, la dolarización financiera puede ser el resultado de una decisión de cartera. En el caso de que no haya capitales de mercados perfectos, la dolarización podría ser el resultado de problemas institucionales o de una adicción al dólar. Finalmente, la dolarización financiera estaría cumpliendo las funciones de un seguro ante el riesgo de inestabilidad macroeconómica. A continuación, revisaremos brevemente cada una de estas teorías.

La primera teoría, que explica la dolarización financiera como una decisión óptima de cartera, fue iniciada en el trabajo ya clásico de Ize y Levy Yeyati (2003). De acuerdo con esta teoría, la dolarización financiera es el resultado de las decisiones de portafolio de agentes adversos al riesgo entre activos denominados en monedas distintas en un mundo con mercados de capitales perfectos, y donde la paridad de tipos de interés descubierta se cumple. En estas circunstancias, los agentes determinan la composición de su cartera buscando minimizar la varianza de sus retornos. Al resolver este problema de optimización, la dolarización financiera resulta ser proporcional al coeficiente de traspaso del tipo de cambio, siendo este el resultado más importante de esta teoría (Levy Yeyati, 2006). La evidencia empírica usualmente corrobora la existencia de una correlación positiva entre el efecto traspaso y el grado de la dolarización financiera.

Végh (2013) extiende esta teoría a un marco de análisis intertemporal de sustitución de activos bajo incertidumbre. Postula que, si las tasas de retornos reales de los activos son inciertas, los agentes van a demandar activos en ambas monedas. En un equilibrio, el grado de la dolarización financiera va a depender de dos componentes. Uno *especulativo*, que depende de la diferencia de las tasas reales de interés de los activos en dólares y los activos en moneda nacional y del grado de aversión al riesgo de los inversionistas; y otro de *cobertura*, que responde a las va-

rianzas de la inflación doméstica e inflación externa, y su covarianza. Un resultado importante de esta teoría es que el grado de dolarización financiera no depende de los retornos nominales de los activos en moneda nacional y en moneda extranjera.

Luego tenemos a la literatura institucional y de adicción al dólar desarrollada por Reinhart, Rogoff, y Savastano (2014). Esta literatura parte del supuesto que las instituciones son débiles y/o los mercados de capitales no son perfectos. La dolarización financiera se deriva de la presencia de distorsiones e imperfecciones en mercados financieros poco desarrollados y profundos. Dentro de estas imperfecciones, la adicción al dólar surge por la dependencia de un país al dólar principalmente para colocar su deuda soberana externa. La ejecución limitada de contratos en estas economías lleva también a que los inversionistas se protejan contra los riesgos económicos dolarizando sus depósitos bancarios (Rajan & Tokatlidis, 2005). En su análisis empírico, Reinhart *et al.* (2014) encuentran que muy pocos países han conseguido desdolarizarse a pesar de haber alcanzado la estabilidad de precios. Asimismo, hallan que una dolarización financiera elevada no parece ser un obstáculo para la conducción de su política monetaria.

Una rama reciente de la literatura explica la dolarización financiera como un seguro contra la inestabilidad. Bocola y Lorenzoni (2020) se enfocan en el motivo asegurador a los ahorristas domésticos e indican que, ante el riesgo de una depreciación asociado con una crisis financiera, los ahorristas piden una prima por sus ahorros en moneda nacional. Como resultado, la deuda en moneda nacional es cara, haciendo más atractivo para los prestamistas que emitan deuda en moneda extranjera. En equilibrio, se tiene dolarización financiera en donde las tasas de interés domésticas tienden a ser más altas que las tasas de interés en dólares. Gutierrez, Ivashina, y Salomao (2021) encuentran evidencia de que, en el Perú, los créditos en moneda extranjera tienen unas tasas de interés 2 por ciento más bajas que los créditos en moneda nacional.

Por otra parte, Christiano, Dalgic, y Nurbekyan (2021) postulan que las economías tienden a dolarizarse para distribuir el riesgo cambiario más eficientemente. La necesidad de cobertura del riesgo cambiario lleva a que los ahorristas tengan depósitos y las firmas tengan deuda en dólares, lo que permitiría una distribución eficiente de riesgos entre agentes domésticos. En este caso no se obtiene una distribución eficiente de riesgo a nivel internacional, sino una distribución eficiente a nivel nacional. En equilibrio, las firmas pagan por su deuda en dólares tasas activas bajas y los ahorristas reciben por sus depósitos en dólares tasas pasivas bajas. Nuevamente, las tasas en dólares tienden a ser más bajas que las tasas en moneda local.

Ambos motivos, seguro y distribución eficiente del riesgo, están relacionados. Christiano *et al.* (2021) muestran que los países con depreciaciones más grandes

durante una recesión son aquellos que cuentan con una mayor dolarización financiera. En concreto, muestran que la correlación entre el coeficiente de correlación de la tasa de crecimiento del PBI real y la tasa real de depreciación del tipo de cambio y el grado de dolarización financiera de una economía es negativa. Mientras más negativo es este coeficiente de correlación, mayor es el motivo para hacer una distribución doméstica eficiente de riesgos.¹

Obviamente, la dolarización financiera tiene implicancias para la estabilidad del sistema financiero de un país. Una depreciación, por ejemplo, reduce el patrimonio neto de los agentes (consumidores, firmas o bancos) endeudados en moneda extranjera, complicando su solvencia. Considere la hoja de balance de uno de estos agentes. En el activo, se encuentran activos financieros o físicos y la suma descontada de sus ganancias futuras, por simplicidad, en moneda nacional; en el pasivo se halla deuda en moneda nacional y deuda en moneda extranjera. La diferencia entre activos y pasivos es el patrimonio neto. Cuando hay una fuerte depreciación, la hoja de balance se recompone: los activos no cambiarían por estar denominados en moneda local, pero la deuda en moneda extranjera expresada en moneda local se incrementa y el patrimonio neto se reduce en compensación. Si la variación cambiaria es fuerte, el patrimonio neto podría acercarse peligrosamente a cero y estos agentes van a tener que capitalizarse. Si no consiguen hacerlo, quiebran. Así, esta potencial inestabilidad financiera hace que la dolarización de pasivos y la renuencia a dejar flotar el tipo de cambio; es decir, el famoso “miedo a flotar” Calvo y Reinhart (2002), estén muy relacionadas. Esta es una de las preocupaciones que siempre se ha tenido, por ejemplo, en el Banco Central del Perú (BCRP), como se documenta en Rossini (2016).

La dolarización financiera tiene costos y beneficios. Entre los costos encontramos la vulnerabilidad de las hojas de balance ante movimientos en el tipo de cambio, lo que motiva a que la autoridad monetaria intervenga el mercado cambiario. Estas intervenciones, sin embargo, suponen un costo de esterilización. Para afrontar la posibilidad de inestabilidad financiera y fugas de capital, es decir por motivos precaucionarios, los países emergentes mantienen crecientes niveles de reservas internacionales, lo cual también es costoso. Por otro lado, se ha documentado que la dolarización financiera reduciría la efectividad de la política monetaria e involucraría una pérdida de señoreaje. Por último, la dolarización financiera, al ser manifestación de una “adicción” que tiene como origen falencias institucionales y distorsiones en los mercados financieros, sería costosa para un país.

¹ He podido obtener resultados similares a los reportados por estos autores para la muestra de países que se usa en este capítulo.

Por su parte, entre los principales beneficios de la dolarización financiera se halla el de permitir contar con una política monetaria independiente y un régimen cambiario sostenible. Asimismo, ha ayudado a mitigar los efectos de las variaciones cambiarias durante el ciclo económico, generando una distribución eficiente de riesgos entre los agentes domésticos, el argumento de Christiano *et al.* (2021). Otro beneficio de la dolarización financiera es el de facilitar una asignación eficiente de cartera. Finalmente, la dolarización financiera impone una disciplina a la política macroeconómica, ya que en ausencia de esta se daría una fuga de capitales al extranjero. Esto nos permite afirmar que la fuga de capitales está a “medio paso” de la dolarización financiera. Esto último implica que la dolarización financiera estaría ayudando a la profundización financiera.

Toda esta discusión nos lleva a preguntarse si hay un nivel de dolarización financiera óptimo para cada país. A nivel teórico hemos identificado los costos y beneficios asociados con la dolarización financiera. En principio, una comparación de estas dos variables determinaría el nivel óptimo de dolarización para un país. En tanto estos costos y/o beneficios estén afectados por distorsiones en los mercados financieros, este óptimo correspondería a un *segundo mejor óptimo*. Es de esperarse que los niveles óptimos de dolarización varíen de país a país. Así, no es sorprendente observar en la data economías plenamente dolarizadas, parcialmente dolarizadas, y no dolarizadas. En particular, un gran número de países emergentes están parcialmente dolarizados.

Un cambio grande y abrupto en el nivel de dolarización puede tener importantes implicaciones para el sistema financiero, incluyendo la posibilidad de una crisis financiera. Esto es así porque las entidades bancarias en economías parcialmente dolarizadas enfrentan dos tipos de descalces. En primer lugar, está el *descalce de vencimiento*. Este descalce está asociado con la actividad principal del banco, es decir, con la transformación de depósitos a corto plazo en préstamos a largo plazo. En segundo lugar, está el *descalce de monedas*. Este descalce se da cuando las entidades bancarias o financieras se endeudan en un tipo de moneda (la moneda extranjera) y dan crédito en otro tipo de moneda (la moneda nacional). Ambos tipos de descalce están regulados y supervisados por las agencias de supervisión bancaria y financiera en su intento de preservar la estabilidad financiera de un país. No obstante, un cambio grande, abrupto, y no esperado en el nivel de dolarización financiera puede generar severos descalces (ya sea de vencimiento, de monedas, o ambos), en exceso a 2 desviaciones estándares, los que estarían asociados con problemas de liquidez y solvencia del sistema financiero.

A continuación, reexaminaremos la experiencia de las economías emergentes con dolarización financiera durante este siglo.

3 Hechos estilizados en economías emergentes

Para examinar los hechos estilizados de la dolarización financiera de las economías emergentes hemos elaborado una base de datos para 44 países emergentes: 10 países latinoamericanos, 20 países de Europa y 14 países de Asia y el resto del mundo (Asia/resto).²

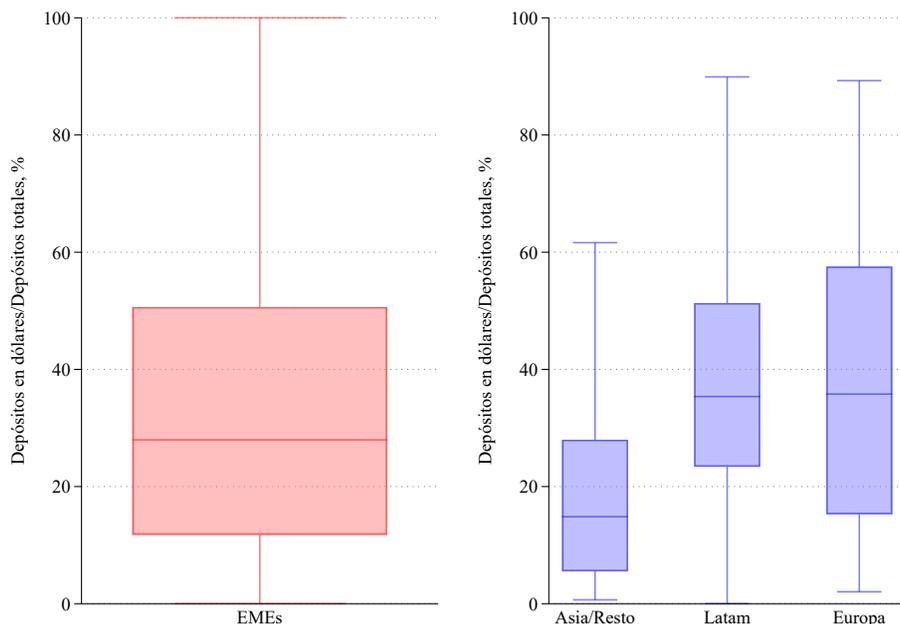
Para esta parte del análisis, hemos usado como *proxy* de la dolarización financiera el acervo de depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero (o bancario, si el primero no estaba disponible) como porcentaje de los depósitos totales. Esta es la definición más básica de dolarización financiera utilizada en la literatura. La información para construir esta variable ha sido obtenida de cada uno de los bancos centrales de los países en la muestra.

La figura 1 muestra *box plots* para el periodo desde el primer trimestre de 2001 hasta el segundo trimestre de 2021. La mediana de la dolarización financiera es de 28 %, el primer cuartil se ubica en 12 % y el cuartil más alto corresponde a niveles de dolarización de 51 % (panel de la izquierda). Cuando dividimos los países por grupos regionales (panel de la derecha) nos damos cuenta de que los rangos de dolarización en Asia/resto tienden a ser mucho más bajos que en América Latina y Europa. Dicho sea de paso, el rango de dolarización financiera observado en Europa es mucho más grande que en las otras regiones. En cuanto a la mediana, en el caso de Asia es de 15 %, mientras que en el caso de Latinoamérica y Europa está alrededor del 36 %. Entonces, tenemos como primer hecho estilizado que la dolarización financiera en los países emergentes es de aproximadamente 30 % con diferencias regionales significativas, particularmente entre Asia/resto y las otras regiones.

Respecto a la evolución temporal de la dolarización financiera en los países emergentes, notamos una pequeña reducción en los niveles de esta variable. En la figura 2, panel de la izquierda, observamos que la media grupal (línea roja) muestra una tendencia decreciente, aunque no monotónica, en la dolarización financiera. Inicialmente hay una caída rápida, hay un ligero rebote en el periodo de la Gran Recesión de 2008, luego hay otra caída, otro rebote y, finalmente, otra caída. Esta dinámica está mayormente explicada por lo que pasa en Europa y en Latinoamérica. Estos patrones de comportamiento se repiten cuando miramos

² *América Latina:* Argentina, Chile, Costa Rica, la República Dominicana, Guatemala, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. *Europa:* Armenia, Azerbaiyán, Albania, Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Estonia, Georgia, Hungría, Letonia, Lituania, Moldova, Polonia, República Checa, República Eslovaca, Rumania, Rusia, Serbia, Turquía, y Ucrania. *Asia/resto:* Arabia Saudita, Camboya, Corea del Sur, Egipto, Filipinas, Kazakstán, Indonesia, Israel, Malasia, Pakistán, República Kirguiz, Sudáfrica, Tailandia, y Taiwán.

Figura 1
Ratio de dolarización financiera por grupos de países, 2001 a 2021



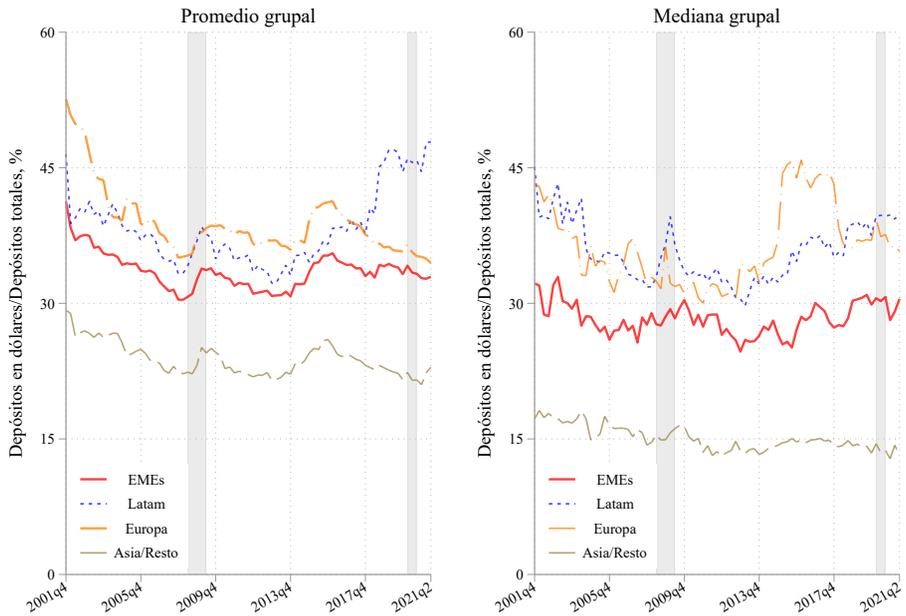
Nota: Los cálculos en ambos paneles excluyen valores extremos.
Fuente: Bancos centrales de los países en la muestra. Elaboración propia.

las medianas grupales, panel de la derecha, aunque en el caso de Latinoamérica la subida hacia el final de la muestra no es tan pronunciada como cuando observamos la media. En el caso de Asia/resto, la caída en los niveles de dolarización financiera es casi monotonía, aunque muy pequeña.

Cuando comparamos los cinco años iniciales con los cinco años finales de la muestra, observamos que varios países han desdolarizado sus sistemas financieros, mientras que otros se han dolarizado aún más. En la figura 3 se aprecia que entre los países latinoamericanos que más se han desdolarizado se encuentra el Perú, mientras que entre los que más se dolarizaron están Argentina y Venezuela, este último de una manera bastante marcada.

¿Qué factores estructurales y macroeconómicos están asociados con la dolarización financiera de los países emergentes? La respuesta a esta pregunta es de suma importancia porque estos factores generalmente determinan los costos y beneficios de la dolarización. En el análisis econométrico utilizamos modelos lineales de panel, donde la variable dependiente es la dolarización financiera y el regresor es

Figura 2
Evolución de la dolarización financiera, 2001 a 2021



Nota: Las áreas sombreadas representan recesiones globales.

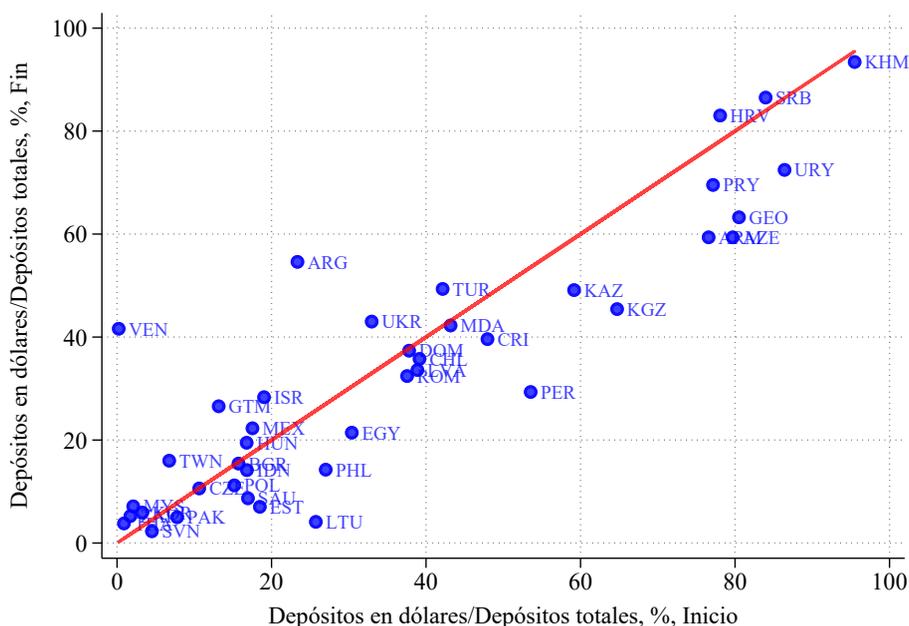
Fuente: Bancos centrales de los países en la muestra. Elaboración propia.

cada uno de los factores rezagados. Estos modelos incluyen también dos efectos fijos –un efecto país y un efecto año. Debido a problemas de simultaneidad, sin embargo, hay que tener cuidado con la interpretación causal de los resultados, aún cuando los factores han sido rezagados en un periodo.

Existe un conjunto de factores estructurales que se asocian con la evolución de la dolarización financiera. En la tabla 1 he listado cuatro posibles variables. La primera representa la integración financiera de un país y se mide como activos más pasivos internacionales como porcentaje del PBI. Estas series han sido obtenidas de la base de datos de Lane y Milesi-Ferretti (2018). Se verifica que hay una asociación positiva y significativa entre los niveles de dolarización financiera y el grado de integración financiera internacional (rezagado) de una economía. Este resultado sugiere que países emergentes que están más globalizados tienden a usar más de una moneda en sus transacciones financieras.

La segunda variable, crédito al sector privado, busca medir la profundidad del sistema financiero de un país. Esta variable, expresada como porcentaje del PBI, se

Figura 3
Dolarización financiera, inicio y fin de la muestra



Nota: Inicio y fin son promedios de cinco años.

Fuente: Bancos centrales de los países en la muestra. Elaboración propia.

obtiene del *World Economic Indicators* del Banco Mundial. Se encuentra que hay una relación positiva y significativa entre los niveles de dolarización financiera y la profundidad del sistema financiero (rezagado) de un país. Como tercera variable consideramos una medida del grado de eficiencia de las instituciones financieras de un país. Esta variable es obtenida de la base de datos índices de desarrollo financiero de un país provista en Svirydzenka (2016). La dolarización financiera está asociada negativamente con el grado de eficiencia (rezagado) de las instituciones financieras de una economía. Estos dos resultados dan un mensaje mixto sobre la asociación existente entre la dolarización y el desarrollo financiero de un país.

Finalmente, exploramos cómo el tamaño de la economía informal está asociada con la dolarización financiera. La información sobre el grado de informalidad de un país se obtiene de la base de datos de la economía informal del Banco Mundial. En particular, utilizamos los estimados del producto informal basados en modelos dinámicos de equilibrio general. Se encuentra una relación positiva y significativa entre los niveles de dolarización financiera y el grado de informalidad (rezagado)

Tabla 1
Dolarización financiera: factores estructurales y macroeconómicos

X	β (σ_β)	Obs.
<i>Factores estructurales</i>		
1. Activos + pasivos internacionales (% de PBI)	0.046 (0.015)**	782
2. Crédito al sector privado (% de PBI)	0.076 (0.019)***	632
3. Eficiencia de las instituciones financieras	-16.13 (6.061)***	763
4. Economía informal (% de PBI)	1.043 (0.442)*	684
<i>Factores macroeconómicos</i>		
1. Inflación (%)	0.490 (0.060)***	780
2. Tipo de cambio real (cambio %)	-0.068 (0.027)*	780
3. Reservas totales (% deuda externa total)	-0.096 (0.020)***	468
4. Dif. tasas de interés real con EE.UU.	0.122 (0.048)*	523
5. Balance estructural (% producto potencial)	-0.405 (0.164)*	608

Notas: Resultados de estimar la ecuación $Dolarización_{it} = \alpha_i + \delta_{it} + \beta X_{it} + error_{it}$ con datos de panel. Se incluyen efectos fijos α_i y efectos temporales δ_{it} . Los errores estándares (σ_β) corrigen por dependencia transversal como Driscoll y Kraay (1998). * [**] {***} denota significación estadística al 5 % [1 %] {0.1 %} de confianza.

Fuente: Lane y Milesi-Ferretti (2018), Svirydenka (2016), WB, WEO, IFS, otras. Elaboración propia.

de una economía. Este resultado sugiere que los dueños de algunos tipos de actividades de la economía informal generadores de divisas (i.e. tráfico de drogas, minería ilegal, entre otras) mantienen depósitos en dólares.

También hay algunos factores macroeconómicos que están relacionados con la dolarización financiera. En la tabla 1 se listan cinco de estos factores. La principal fuente para estas variables son el *World Economic Outlook* y el *International Financial Statistics*, ambos del Fondo Monetario Internacional.

Primero, examinamos la asociación entre la dolarización financiera y la tasa de inflación doméstica (rezagada). Hay una asociación positiva y significativa entre estas dos variables. Esto es consistente con los modelos de sustitución de monedas que predicen que mientras más alta la inflación doméstica, más dolarizada estará la economía. Segundo, una evaluación de la asociación entre la dolarización financiera y la tasa de apreciación real (rezagada) revela una relación negativa y significativa. Esto sugiere que una caída en el precio relativo de los transables a los no transables está asociada con una reducción en la dolarización financiera.

Luego revisamos la relación entre la dolarización financiera y las reservas inter-

nacionales de un país. Existe una asociación negativa y significativa entre el nivel de dolarización financiera y las reservas internacionales como porcentaje de la deuda externa total (rezagado). Este resultado sugiere que los bancos centrales en los países con reservas internacionales altas pueden intervenir el mercado cambiario y reducir el riesgo de devaluaciones abruptas en el tipo de cambio, mitigándose así la necesidad de dolarizarse. En cuarto lugar, examinamos la relación entre la diferencia entre las tasas de interés real de cada país emergente y los Estados Unidos. Se encuentra que mientras más altos son los retornos reales en moneda nacional relativo a los de moneda extranjera, más altos los niveles de dolarización financiera. Esta relación está muy vinculada con el argumento del seguro que se discutió a nivel teórico.

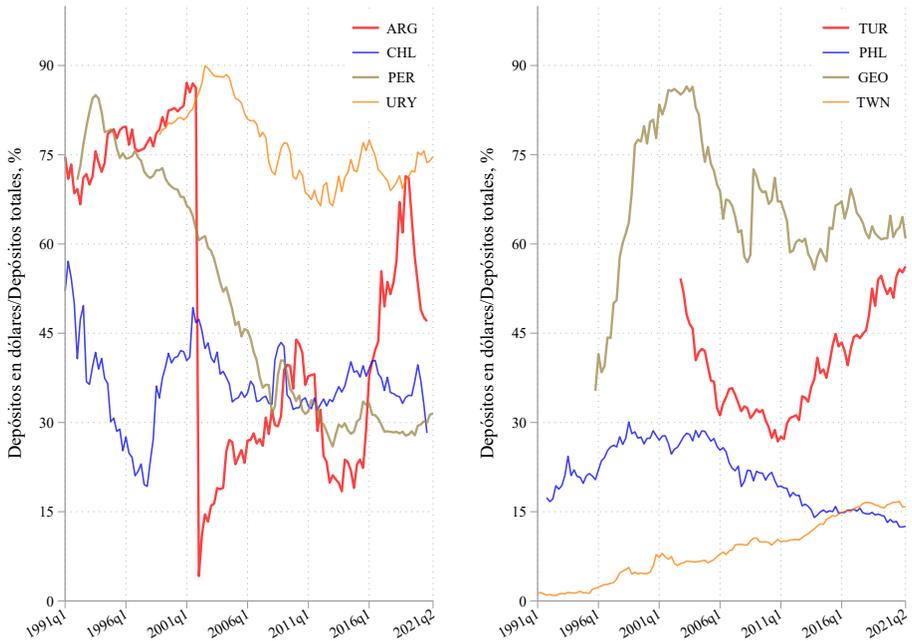
Por último, exploramos la relación entre la dolarización financiera y el balance estructural del gobierno general. Observamos que hay una relación negativa y significativa entre estas variables. Esto quiere decir que, si el gobierno general tiene superávit, menores van a ser los niveles de dolarización financiera; si el gobierno general tiene déficits, mayores van a ser los niveles de dolarización. Esto sugiere que países con una mejor política fiscal tienden a estar menos dolarizados, en tanto el riesgo de monetizar los déficits y generar inflación es mucho menor.

Cuando examinamos las experiencias de los distintos países encontramos bastantes vaivenes de la dolarización financiera en las diversas economías. La figura 4 muestra cuatro países latinoamericanos y cuatro países de Asia y Europa.

Respecto a los países latinoamericanos, el caso argentino es notable. Este país contaba con un nivel de dolarización creciente en los años noventa, luego se implementa un programa de desdolarización forzosa en 2002, pero desde entonces el grado de dolarización financiera ha aumentado (con excepción del periodo 2010-15) y alcanzado niveles cercanos a 75 % hasta recientemente que hubo una pequeña caída. En el caso de Chile se aprecia una reducción en sus niveles de dolarización en los noventa, luego un incremento (el cual no excedió niveles de 50 %) y después una caída gradual. Esta reducción puede estar explicada por la adopción de un régimen de metas de inflación que tuvo Chile a inicios de los noventa. En el caso peruano se observa una disminución continua en los niveles de dolarización (desde niveles cercanos a 80 %) hasta aproximadamente el año 2010, y luego se observa un estancamiento. En el caso de Uruguay hubo una caída menor en los niveles de dolarización (sin alcanzar niveles por debajo de 70 %) y, recientemente, un repunte en la dolarización financiera.

Las experiencias de los otros cuatro países en las otras regiones son igualmente variadas. En particular, llama la atención los bajos niveles de dolarización financiera en Asia. Este hecho, sin embargo, parece ser reflejo de la gran estabilidad macroeconómica y mejores instituciones de las que goza esta región en compara-

Figura 4
Dolarización financiera en países seleccionados



Fuente: Bancos centrales de los países en la muestra. Elaboración propia.

ción con Latinoamérica o Europa emergente. Nótese que Filipinas ha mostrado un proceso gradual de desdolarización desde 2005. Por otro lado, Taiwán ha experimentado una dolarización gradual, llegando a niveles en exceso al 15 %. En el caso de Europa emergente, los dos países considerados muestran patrones inversos de dolarización desde la década de 2000. Turquía presenta una desdolarización importante en 2001-2011, para luego volver a dolarizarse desde entonces y llegar a niveles cercanos a 60 %. Por otro lado, luego de una rápida dolarización financiera en la segunda mitad de la década de 1990, Georgia alcanzó niveles de dolarización en exceso a 80 %, y después pasó por un proceso rápido de desdolarización a mediados de los años 2000. Desde entonces, la dolarización en este país ha fluctuado alrededor de un 60 %. Estos casos nos muestran que las experiencias de dolarización financiera en los países emergentes son muy diversas.

¿Qué lecciones se ha aprendido durante los primeros 20 años de este siglo? Las economías emergentes han mostrado importantes niveles (casi 30 %) de dola-

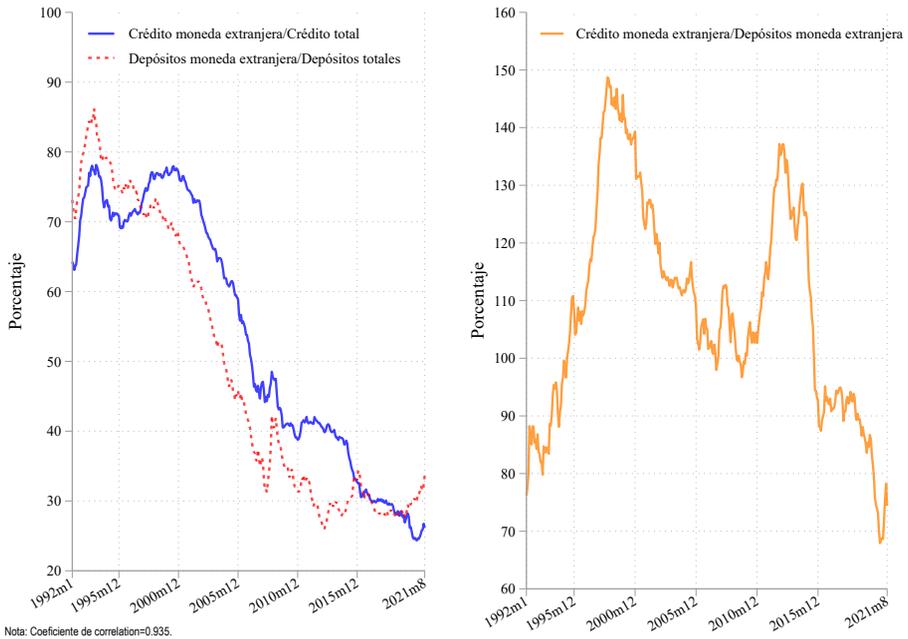
rización financiera con notables diferencias regionales. A través del tiempo, estas economías han experimentado una pequeña reducción de su dolarización financiera, con importantes vaivenes. Los niveles de dolarización financiera han caído en Asia y Europa, aunque en menor grado, mientras que en Latinoamérica el nivel promedio ha subido. No obstante, estos cambios no han sido monotónicos, ya que se han observado importantes vaivenes. Los procesos de dolarización financiera están asociados con un conjunto de variables estructurales (como la integración financiera y el desarrollo del sistema financiero) y macroeconómicas (como la inflación y las reservas internacionales), los que explican en parte la gran diversidad de experiencias. Mientras algunos países han mostrado un incremento, otros han experimentado un estancamiento o una reducción en sus niveles de dolarización financiera. Un caso interesante de un país que ha avanzado en desdolarizarse es el peruano, el cual revisamos a continuación.

4 El caso peruano

El Perú ha tenido un proceso de desdolarización exitosa luego de alcanzar sus niveles de dolarización más altos en los noventa. Los elevados niveles de dolarización financiera en este país fueron resultado de políticas fiscales y monetarias insostenibles y de instituciones económicas débiles e inadecuadas. Todo esto derivó en severos desequilibrios macroeconómicos, hiperinflación, y problemas de deuda externa. Consecuentemente, la dolarización financiera en el Perú experimentó una de las reducciones más importantes observadas en la experiencia de los países emergentes durante este siglo. ¿Qué factores explican este proceso de desdolarización? ¿Qué pasará con la dolarización financiera en el Perú en el futuro? En esta breve discusión revisamos los principales elementos de la desdolarización en el Perú, luego discutimos lo que podría pasar con la dolarización financiera en este país.

En la figura 5, panel de la izquierda, mostramos la evolución mensual de dos indicadores de dolarización financiera en el Perú: el ratio de crédito en moneda extranjera sobre créditos totales y el ratio de los depósitos en moneda extranjera sobre los depósitos totales. La correlación entre estos dos indicadores es cercana a uno (0.935). En ambos casos, luego de alcanzar una cima, se da un proceso de desdolarización rápida inicial y, posteriormente, hay un relativo estancamiento. Estos procesos, sin embargo, están desfasados, observándose una desdolarización de depósitos más temprana. Como resultado se da un descalce importante entre crédito en moneda extranjera y depósitos en moneda extranjera. La figura, panel de la derecha, muestra el comportamiento del ratio entre estas variables. Nótese que este descalce se fue achicando durante 1999-2010 y volvió a crecer hasta 2013. Esta habría sido una de las razones por las que el BCRP decidió adoptar un agre-

Figura 5
Dolarización financiera en el Perú, 1992 a 2021



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

sivo esquema de desdolarización crediticia. Véase Castillo, Vega, Serrano, y Burga (2016) y Armas (2016).

El principal factor que explica la desdolarización en el Perú ha sido la adopción de un régimen de metas de inflación en febrero de 2001. Esto ha sido posible gracias a la implementación de una política fiscal sostenible y a las reformas institucionales, incluyendo la venta de empresas públicas, la independencia del BCRP, la eliminación de la banca estatal, la reforma del sistema de pensiones, entre otros. La economía también se integró a los mercados internacionales y se suscribieron varios acuerdos de libre comercio. Como resultado, los principales desequilibrios macroeconómicos fueron eliminados. La caída en la dolarización financiera desde entonces es bastante evidente en la figura 5. García Escribano (2015) y Catão y Terrones (2016) proveen evidencia empírica y un análisis más detallado sobre el efecto de la adopción del régimen de metas de inflación sobre la dolarización.

Este régimen ha sido complementado con medidas no convencionales y prudentiales, especialmente desde la Crisis Financiera Global de 2008. Preocupado

por la estabilidad financiera, el BCRP ha implementado una política híbrida de metas de inflación y de intervenciones cambiarias. El BCRP no tiene metas cambiarias, pero sí interviene el mercado cambiario, acumulando reservas internacionales, frecuentemente para evitar una volatilidad innecesaria. Estas políticas de intervenciones se hacen necesarias por lo poco desarrollados que están los mercados cambiarios de futuros.

El esquema de metas de inflación se asocia igualmente con la reducción de tasas de interés, inflación y tasa de depreciación real. Todos estos son factores que, de acuerdo con nuestro repaso teórico, habrían incidido en el proceso de desdolarización. Esto se verifica con una simple comparación de los promedios antes y después de la adopción de las metas de inflación. En todos los casos las diferencias de las variables en estos dos subperiodos son estadísticamente significativas. La dolarización del crédito pasó, en promedio, de 73.5 % a 44.8 %, una diferencia de -28.7% , mientras que la dolarización de los depósitos cayó de 74.9 % a 37.8 %, una diferencia de -37.1% . Asimismo, la inflación se redujo de 17.8 % a 2.57 %, una caída promedio de 15.21 %. La tasa de interés activa en moneda nacional, TAMN, decreció en 33.6 % (de 52.8 % a 19.2 %) y en moneda extranjera, TAMEX, se redujo en 7.3 % (de 16.0 % a 8.7 %). Las tasas pasivas también se contrajeron: en moneda nacional, TIPMN, en 9.4 % (de 12.1 % a 2.8 %) y en moneda extranjera, TIPMEX, en 4.3 % (de 5.4 % a 1.1 %). Por último, la variación del tipo de cambio real pasó de 1.5 % a -0.2% , una disminución de 1.7 %.³

Otra acción de política monetaria no convencional que ayudó a la desdolarización fue el uso de los encajes. Al asociar la dolarización financiera con el encaje efectivo en moneda extranjera, encontramos una correlación negativa y relativamente alta de -0.482 . Los encajes han sido particularmente importantes durante el periodo del programa de desdolarización, de 2013 a 2016. Este programa incorporaba, entre otros, el uso de encajes adicionales para el crédito en moneda extranjera, inicialmente sobre las hipotecas y créditos vehiculares. Luego, en octubre de 2013, fue extendido a todo tipo de crédito en moneda extranjera excepto el crédito para comercio internacional. Después, en diciembre de 2014, se cambió por un sistema de umbrales crediticios en moneda extranjera, donde las entidades debían reducir para junio de 2015 sus créditos en moneda extranjera hasta un 95 % de los niveles alcanzados en los balances de septiembre de 2013. Para 2016, ese umbral fue reducido hasta 80 %. Estas medidas de encaje fueron acompañadas con nuevas operaciones repo. Véase Contreras, Gondo, Pérez, y Oré (2018).

³ También hubo factores externos que contribuyeron a la desdolarización, en el caso peruano principalmente se contó con precios favorables de los *commodities*, bajas tasas de interés internacionales y cambios en el riesgo internacional. Todos estos factores han presionado a que el sol se aprecie en términos reales y una apreciación hace que la dolarización tienda a caer.

La gran lección del caso peruano es que la implementación de un régimen monetario creíble apoyado por políticas fiscales sostenibles es crucial. Estas medidas pueden ser complementadas con el uso de herramientas monetarias no convencionales y la implementación de medidas regulatorias. En la medida que estas políticas macroeconómicas se debiliten, es probable que los niveles de dolarización financiera en el Perú vuelvan a subir. El Perú ha alcanzado niveles de dolarización que son típicos de los mercados emergentes (alrededor de 30 %). Reducir estos niveles aún más no es aconsejable en tanto la inestabilidad política observada en los últimos años no se elimine, incluyendo la implementación de reformas a las instituciones políticas y judiciales.

5 Conclusiones

Las experiencias de las economías emergentes con la dolarización financiera son complejas y variadas. Diversas economías emergentes han logrado desdolarizar parcialmente sus sistemas financieros y el caso peruano nos muestra la importancia de la implementación exitosa de un régimen de metas de inflación. Contar con una coyuntura favorable es, por supuesto, beneficioso. Además, el uso de medidas monetarias no convencionales -incluido el uso de encajes- ayuda aun cuando este genera ciertas distorsiones.

La regularidad empírica de que las economías emergentes mantengan por largos periodos cierto nivel de dolarización nos lleva a reflexionar si es deseable o no desdolarizar totalmente una economía. Los niveles observados reflejan un balance de beneficios y costos, los cuales están influidos por una variedad de factores, incluyendo imperfecciones de mercado, utilización de los depósitos en moneda extranjera como seguros, entre otros. Así, la respuesta a la pregunta de si la dolarización financiera en los países emergentes es adicción o seguro no es concluyente, ya que puede tratarse de combinaciones de ambos factores específicas para cada país. Futuras investigaciones deben brindar más luz sobre este asunto.

Referencias

- Armas, A. (2016). Dolarización y desdolarización en el Perú. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (p. 61-94). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Bocola, L., & Lorenzoni, G. (2020). Financial crises, dollarization, and lending of last resort in open economies. *American Economic Review*, 110(8), 2524-2557.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379-408.

- Castillo, P., Vega, H., Serrano, E., & Burga, C. (2016). *De-dollarization of credit in Peru: The role of unconventional monetary policy tools* (Working Paper n.º 2016-002). Banco Central de Reserva del Perú.
- Catão, L. A. V., & Terrones, M. E. (2016). Financial de-dollarization: A global perspective and the Peruvian experience. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (p. 121-144). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Christiano, L., Dalgic, H., & Nurbekyan, A. (2021). *Financial dollarization in emerging markets: Efficient risk sharing or prescription for disaster?* (NBER Working Paper n.º 29034). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Contreras, A., Gondo, R., Pérez, F., & Oré, E. (2018). *Assessing the impact of credit de-dollarization measures in Peru* (Working Paper n.º 2018-009). Banco Central de Reserva del Perú.
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *Review of economics and statistics*, 80(4), 549-560.
- García Escribano, M. (2015). Drivers of dedollarization in Peru. En A. Werner & A. Santos (Eds.), *Peru: Staying the course of economic success* (p. 263-284). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Gutierrez, B., Ivashina, V., & Salomao, J. (2021). *Why is dollar debt cheaper? Evidence from Peru* (Documento de Trabajo n.º 01/2021). Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones.
- Ize, A., & Levy Yeyati, E. (2003). Financial dollarization. *Journal of International Economics*, 59(2), 323-347.
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2018). The external wealth of nations revisited: International financial integration in the aftermath of the Global Financial Crisis. *IMF Economic Review*, 66(1), 189-222.
- Levy Yeyati, E. (2006). Financial dollarization: Evaluating the consequences. *Economic Policy*, 21(54), 61-118.
- Rajan, R. G., & Tokatlidis, I. (2005). Dollar shortages and crises. *International Journal of Central Banking*, 1(2), 177-220.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., & Savastano, M. A. (2014). Addicted to dollars. *Annals of Economics and Finance*, 15(1), 1-50.
- 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.
- Sviryzdenka, K. (2016). *Introducing a new broad-based index of financial development* (IMF Working Paper n.º 2016/005). International Monetary Fund.
- Végh, C. A. (2013). *Open economy macroeconomics in developing countries*. Cambridge, MA: The MIT Press.

Parte VI

Hacia un nuevo paradigma en teoría y política monetaria

El fortalecimiento de las políticas monetarias en América Latina y los retos que enfrentan

ENRIQUE ALBEROLA*

La política monetaria de América Latina es una historia de éxito reciente. Las instituciones monetarias se reforzaron y la respuesta a las dos grandes crisis globales recientes consolidaron su reputación. El enfoque pragmático que las caracteriza ha sido paulatinamente acomodado en un marco analítico coherente. El reto es mantener lo avanzado ante nuevos desafíos. La constatación de que la estabilidad macrofinanciera es solo una condición necesaria para el crecimiento sostenido, el cuestionamiento de ciertos paradigmas económicos, la falta de aliento en el progreso económico institucional, y el excesivo acaparamiento de roles y protagonismo de los bancos centrales dibujan un panorama tan incierto como interesante.

1 Introducción

En este capítulo quisiera presentarles mis reflexiones personales sobre el fortalecimiento de las políticas monetarias en América Latina en las últimas décadas, y los retos que hoy enfrentan. Cuento con el beneficio de estar en un observatorio privilegiado para el seguimiento de las políticas monetarias globales, el Banco de Pagos Internacionales (*Bank of International Settlements*, BIS) de Basilea. Desde él, contemplamos y analizamos qué ronda por la cabeza de los bancos centrales, incluidos los latinoamericanos.

Además, voy a aprovechar contribuciones como las de Chang (2022), pues hay varias coincidencias, aunque él, como buen profesor, tiene un artilugio teórico

* Agradezco a la Universidad del Pacífico y a los editores por la invitación a participar en este homenaje a Renzo Rossini. El Banco Central de Reserva del Perú siempre ha sido un gran apoyo para la oficina del BIS en las Américas. Lo sentí como tal durante el tiempo que estuve ahí, y mantuve con Renzo un diálogo muy cordial, interesante e intenso. Guardo un recuerdo entrañable de él.

Las opiniones acá vertidas son de mi exclusiva responsabilidad y no representan necesariamente las del Banco de Pagos Internacionales (BIS).

mucho más robusto que el que presentaré. Mi visión es más la de un hacedor y un observador de política monetaria.

El plan de este capítulo es muy simple. Primero, describo los rasgos diferenciales de la política monetaria en América Latina. Luego, realizo algunos comentarios sobre la respuesta a la pandemia. Al final presento los que para mí son los desafíos de corto y mediano plazo en el quehacer de la banca central latinoamericana.

2 La política monetaria latinoamericana

La historia de la política monetaria en América Latina de las últimas décadas es una historia de éxito porque ha tenido grandes progresos en el control de la inflación. Los bancos centrales han ganado credibilidad y reputación, lo que les ha permitido poner en marcha regímenes de objetivos directos de inflación que han sido instrumentales en este éxito.

Para los países latinoamericanos, y más recientemente para el resto de bancos centrales, las crisis no solo trajeron pruebas de estrés, sino también oportunidades para pensar en los marcos de política monetaria. De hecho, hemos tenido dos crisis globales en los últimos quince años, lo que constituye una experiencia muy relevante para la solidez de estos marcos. Ello ha conllevado cambios en los paradigmas de política monetaria y el uso de nuevos instrumentos, un proceso aún en marcha.

Las políticas monetarias de las economías emergentes son intrínsecamente diferentes. Este hecho ha tardado bastante en ser explícitamente reconocido y aceptado. Las diferencias tienen que ver precisamente con su carácter de economías emergentes: muy expuestas a la volatilidad financiera internacional y muy sensibles al tipo de cambio. Desde antes de la Crisis Financiera Global (CFG) de 2008, ya tenían marcos de política monetaria integrados, pero distintos de las economías avanzadas. En tiempos recientes, con estos marcos bien asentados, llegó la pandemia y la respuesta por parte de los bancos centrales ha sido exitosa. Esto ha llevado a que los bancos centrales sigan ganando prestigio y peso dentro de sus economías. Una cuestión que trataré al final es que este peso y responsabilidad quizás desborda lo que sería aconsejable. Por lo tanto, los bancos centrales enfrentan viejos desafíos que vuelven a asomar, tales como la inflación, junto con nuevos retos relacionados con los cambios de paradigma y de la estructura económica mundial.

La situación en América Latina es como un péndulo que bascula. Cuando los países latinoamericanos empiezan a domeñar la inflación, a adoptar regímenes más ortodoxos y entre ellos las metas explícitas de inflación, enfrentan un problema de percepción de inconsistencia en sus marcos de política monetaria, debido a que la inflación, bajo una visión purista de los regímenes de metas de inflación, constitu-

ye el único objetivo de la política monetaria. Les era muy complicado reconocer o cotejar con otros países lo difícil que les puede resultar olvidarse de otros objetivos relevantes en la práctica. Por ejemplo, los países latinoamericanos durante mucho tiempo tenían un “miedo a flotar”, que ahora se ha vuelto solo respeto y precaución. En este contexto se producían fuertes intervenciones cambiarias y muchas regulaciones y controles para mantener el aparato que circundaba la política monetaria y apoyaba la estabilidad financiera. Esta adaptación del esquema de metas de inflación, al incluir elementos adicionales, generaba una sensación de inconsistencia. En todo ese proceso, dado el éxito de la contención de la inflación, los bancos centrales fueron acumulando reputación, pero con un marco que se percibía poco consistente y claro. Se percibía, en respuesta, una cierta incomodidad entre los banqueros centrales, que les llevaba a ser poco transparentes de cara al exterior, aunque no por ello menos eficaces.

Después de la CFG se produce una conciliación, un posado de todos los elementos en un marco conceptual mucho más articulado. Por un lado, se aceptan que estos rasgos diferenciales y objetivos de política adicionales son importantes. Ahora se acepta que los bancos centrales se pueden ocupar de otros asuntos a los que hago referencia más adelante, más allá de la inflación. Así, las intervenciones cambiarias en este contexto pasan a ser justificadas e incluso compatibles con el marco del esquema de metas de inflación. Vino muy bien que la etiqueta “macroprudencial”, que abarcaba las políticas que ya se venían aplicando desde antes en Latinoamérica, tuviera un marchamo global, volviendo el marco de política más respetable y cómodo para el gestor de política monetaria.

El primer punto que diferencia los marcos de política monetaria latinoamericanos de los de las economías avanzadas es la centralidad del tipo de cambio. Esta variable es mucho más significativa en América Latina y los países emergentes porque los canales por los que afecta la economía son más potentes. Primero, el canal directo sobre la inflación y, además, un canal financiero muy relevante y relacionado con los flujos de capitales exteriores a los cuales las economías latinoamericanas son también muy sensibles.

Veamos la relación entre tipo de cambio e inflación. El traspaso, la transmisión del tipo de cambio a la inflación (*pass-through*), tiende a ser mayor y más volátil en los países latinoamericanos. Por un lado, hay una mayor proporción de bienes importados en la cesta de consumo; por otro lado, muchos países son muy dependientes del comercio de materias primas y, por lo tanto, sus precios afectan mucho a las cuentas fiscales y a la actividad económica del sector público. Jašová, Moessler, y Takáts (2019) estiman el efecto traspaso en torno al 0.3 antes de la CFG, y que ha bajado considerablemente en el período posterior, aunque sigue siendo más elevado que en los países asiáticos o el resto de economías emergentes.

La reducción del efecto traspaso puede en parte atribuirse a los menores efectos de segunda ronda de la inflación. Estos efectos, asociados a cómo las alzas de precios afectan a los productos finales y los salarios, dependen mucho del anclaje de expectativas, y en este sentido sí que ha habido un progreso muy relevante. Moessner y Takáts (2020) documentan que la variabilidad de las expectativas de inflación en largo plazo en las economías emergentes se ha reducido drásticamente, y casi todos los países han convergido a un nivel muy bajo.

El segundo canal es el financiero, derivado de la estrecha relación que hay entre el riesgo de crédito y el tipo de cambio. Hofmann, Shim, y Shin (2020) documentan una muy fuerte correlación entre los diferenciales de deuda de los países emergentes y la depreciación cambiaria, lo que tiene importantes consecuencias. Cuando se produce una turbulencia financiera, los capitales exteriores tienden a retraerse y esto genera una depreciación cambiaria. Para entender el efecto que provoca sobre la política monetaria se puede utilizar un ejemplo. Supongamos que hay una inflación al alza, los bancos centrales aumentan las tasas de interés y esto genera una apreciación cambiaria; pero esta apreciación atrae capitales y produce una relajación de facto de las condiciones financieras. Esto es justamente lo opuesto a lo que la subida de la tasa de interés perseguía. Por lo tanto, da alas a una mayor actividad, y en vez de mitigar la inflación se corre el riesgo de incrementarla, si contrarresta el efecto deflacionista de la apreciación.

Si la política monetaria es menos efectiva para enfriar o reactivar la economía, se deteriora el *trade-off* intertemporal que usualmente enfrenta, ya que estas fases de relajamiento y endurecimiento de la política monetaria podrían acabar generando desequilibrios financieros importantes que en las economías emergentes tienen un impacto mayor sobre la estabilidad.

La oficina de las Américas del BIS realizó recientemente una encuesta a los bancos centrales sobre cómo ven estos marcos de política monetaria y estos canales (Bank of International Settlements, 2021). A continuación, describiré algunos de los resultados de este estudio. En primer lugar, se evidencia el peso que tienen el tipo de cambio y los flujos de capitales en las decisiones de política monetaria. En una escala de 1 a 5, 80 % de bancos centrales asigna una importancia de 4 al tipo de cambio; y 10 % indica una relevancia de 5. En el caso de los flujos de capitales, 20 % le asigna una importancia de 3; 40 % señala una relevancia de 4; y 10 % indica un peso de 5.

La gran mayoría de bancos centrales piensan que ambas variables, pero sobre todo el tipo de cambio, tienen un efecto importante sobre la inflación, la balanza comercial, los mercados financieros y varios componentes de la oferta agregada. Cuando a los bancos centrales se les pregunta mediante qué canales operarían el tipo de cambio, no sorprende que la mayoría indique al efecto traspaso para la

inflación y al canal comercial para la balanza de pagos y el nivel de producto. Sin embargo, también destacan el canal financiero, a través del cual el tipo de cambio afecta, además de a la balanza de pagos y el producto, al precio de los activos y al crédito doméstico.

En definitiva, los bancos centrales latinoamericanos no se pueden permitir un *benign neglect* del tipo de cambio; la política monetaria no puede ignorar esta variable. Esto es algo que en la práctica siempre ha sido así, aunque recientemente, en los últimos diez años, se ha fundamentado y articulado en una estrategia clara que afecta a la comunicación de los bancos centrales.

Ello significa que en la práctica los bancos centrales se tienen que ocupar de reducir la volatilidad del tipo de cambio. Respecto al instrumento, si la tasa de interés a veces puede operar en la dirección contraria a la que se persigue, debe utilizar instrumentos complementarios para conseguir el efecto deseado. Uno muy relevante son las reservas internacionales, que generan lo que llamo “la paradoja de la flexibilidad”. Las economías latinoamericanas han ido basculando hacia un ancla interna a través de los objetivos de inflación, lo que les ha permitido una mayor flexibilidad cambiaria. Ello es deseable porque los tipos de cambio pueden absorber los choques externos que son muchos en las economías emergentes. No obstante, la flexibilidad se da en un contexto en que las reservas han aumentado de manera exagerada, más allá de lo que podría explicar el mero crecimiento de los mercados financieros a nivel global. Algo curioso es que, si bien es cierto que cuando los regímenes se consideran de facto fijos o de una flotación administrada tienen más reservas proporcionalmente a los regímenes que se consideran de flotación, en los regímenes de flotación las reservas representan el 20 % del PBI, que es significativo. Véase Arslan y Cantú (2019).

La razón detrás de la acumulación de reservas es que estas constituyen colchones importantes frente a las salidas de capitales. Son un seguro con la curiosa bondad de que tras acumular muchas reservas no tienes por qué utilizarlas para lograr tus objetivos. Las crisis de balanza de pagos *a la* Krugman (1979) están fuera del radar de los mercados en la mayoría de estas economías. La acumulación de reservas consigue cortocircuitar en parte el canal financiero del tipo de cambio.

Otro instrumento son las políticas macroprudenciales. Tradicionalmente, estas políticas han sido mucho más extendidas en las economías emergentes, aunque no tenían ese nombre, y de hecho eran vistas con suspicacia en las economías avanzadas. Hubo un momento en el cual el paradigma era que la misión principal de los bancos centrales era conseguir la estabilidad de precios, y que esta llevaría naturalmente a la estabilidad financiera. Bajo esta visión no hacen falta instrumentos macro adicionales para ocuparse de la estabilidad financiera. Y si algo llegara a pasar nos encargaremos de resolverlo después, como aducía Alan Greenspan en su

doctrina de limpiar los destrozos de la burbuja cuando estallara. Esta teoría fue refutada sangrantemente por la CFG; y cuando esto ocurre los bancos centrales de las economías emergentes se dan cuenta de que sus prácticas habituales, es decir, utilizar otros instrumentos para proteger la estabilidad financiera, son reconocidas como válidas.

Por lo tanto, antes de la crisis ya había políticas macroprudenciales bajo otro nombre, que en las épocas pretéritas se solapaban con las medidas que ahora se llaman eufemísticamente de *capital flow management* (Ghosh, Ostry, & Qureshi, 2017). Antes eran controles de capitales y también se solapaban con la política monetaria y con los encajes bancarios.

Este cambio de paradigma a favor de la política macroprudencial ha sido muy importante para los países latinoamericanos porque, por un lado, les ha permitido articular un marco consistente e integrado de su política monetaria. Por otro lado, ya se consideran parte de las herramientas a disposición del banco central, a la vez que los controles directos de capitales se reducen y prácticamente se eliminan, salvo en situaciones de mucho estrés. Por último, ha habido una evolución teórica de considerar la intervención cambiaria como una medida macroprudencial. Pero no hay que olvidar que, en los marcos de política monetaria de los países emergentes, la práctica sigue estando por delante de la teoría; aún no hay una teoría consolidada que los sustente, aunque ya se han comenzado a ver los primeros intentos.

En el informe del Bank of International Settlements (2021) se les preguntó a los bancos centrales qué instrumentos utilizan en términos macro y de protección de la estabilidad financiera. Todos respondieron, obviamente, la tasa de interés. En segundo lugar, casi 80 % indicó, antes de la pandemia, el uso de “instrumentos macroprudenciales”. En tercer lugar aparecen las operaciones cambiarias, para algo más de 60 % de bancos centrales, y al final, con 20 %, operaciones “no convencionales” de préstamos y compra de activos. Cuando se les pregunta cuáles son las medidas macroprudenciales más utilizadas, la gran mayoría, cerca de 80 %, señala nuevamente a las operaciones cambiarias. Asimismo, aparecen respuestas vinculadas a temas e instrumentos regulatorios como requerimientos de liquidez (40 % de los bancos centrales encuestados) o colchones de capital contracíclicos (20 %).

Así, el marco integrado de política monetaria consolidado tras la CFG se podría definir con los seis siguientes ingredientes: objetivo de inflación, tipo de cambio flexible, intervenciones cambiarias, políticas macroprudenciales, la ausencia de dominación fiscal y la comunicación.

Una política monetaria centrada en objetivos directos de inflación, donde los principales instrumentos son las tasas de interés y los encajes bancarios, tiene mucha relevancia en América Latina, mientras que los encajes bancarios habían prácticamente desaparecido en las economías avanzadas. Un tipo de cambio mayor-

mente flexible que es capaz de absorber los choques externos, pero no demasiado flexible para evitar una excesiva volatilidad y asustar a los flujos de capitales. Por ello, todo esto es compaginable con intervenciones cambiarias que limiten los efectos de la volatilidad cambiaria. Antiguamente, los instrumentos de intervención eran en el mercado *spot*; sin embargo, cada vez más, los bancos centrales intervienen con futuros, incluyendo el del Perú, como se documenta en Rossini, Armas, Castillo, y Quispe (2019).

El cuarto elemento son las políticas macroprudenciales que, a pesar de que su principal objetivo es la estabilidad financiera, igualmente contribuyen a cimentar el marco consistente. De hecho, refuerzan el mecanismo de transmisión de la política monetaria al limitar el canal financiero del tipo de cambio y, además, siguen teniendo dimensiones tan importantes como son los encajes de moneda extranjera.

La política fiscal es fundamental y está detrás de toda esta alquimia. Este marco no puede funcionar si hay una dominación de la política fiscal sobre la política monetaria. En este caso, la política monetaria no podría cumplir o estaría muy limitada al cumplimiento de sus objetivos, aunque es cierto que América Latina también había pasado la página de las graves vulnerabilidades fiscales durante las décadas de 1990 y 2000. Por lo tanto, al difuminarse la dominación fiscal, todo este marco puede asentarse e ir ganando credibilidad y reputación.

Finalmente, tener un marco que está consolidado y que, debido a los cambios de paradigma, ahora se percibe como consistente y es generalmente aceptado, facilita mucho la comunicación con el público, lo cual es muy importante. La comunicación es casi un instrumento independiente o al menos fundamental junto a los otros en la práctica de la política monetaria, pues permite guiar expectativas y reforzar la credibilidad.

3 Respuesta a la pandemia

La pandemia ha supuesto un súbito y muy profundo choque negativo y un desafío a las políticas económicas y los bancos centrales en todo el mundo. En esta sección se realiza un breve recuento de las respuestas que han dado los países latinoamericanos a la pandemia de la COVID-19, sobre la base de resultados documentados en Cantú, Cavallino, De Fiore, y Yetman (2021). La respuesta demuestra que el funcionamiento del marco de políticas monetarias es eficaz y está consolidado.

La respuesta ha sido contundente y decidida. En primer lugar, una respuesta cuantitativa: todos los países de América Latina llevaron sus tasas de interés de política a mínimos históricos. La bajada de tasas fue complementada con políticas no convencionales, lo que podemos llamar la respuesta cualitativa. Si bien estas políticas no convencionales, por ejemplo, la compra de activos o expansiones cre-

diticias, han sido más tímidas que en las economías avanzadas. No obstante, resulta sorprendente y satisfactorio, en cierto modo, que países que no hace mucho tiempo estaban forjando unos marcos de política monetaria difíciles de instaurar en la confianza de los inversores y del público en general hayan implementado políticas no convencionales que eran desconocidas incluso en las economías avanzadas hace diez años, y hayan tenido buenos resultados.

La crisis de la pandemia es algo diferente a la CFG porque aquella crisis estuvo determinada por los desequilibrios financieros de las economías desarrolladas, mientras que la pandemia ha sido un choque exógeno que ha afectado a todos. Además se trata de un choque que no tenía mucho que ver con las condiciones financieras iniciales. Ello ha permitido una respuesta muy fuerte de las economías avanzadas, que ha sido global, pues al mismo tiempo ha arrastrado a las economías emergentes. No solo América Latina, sino también de Asia e incluso África se han embarcado en hacer políticas monetarias no convencionales atrevidas que han ayudado a mitigar el golpe.

Sin embargo, esta respuesta genera un reto importante. Toda esta configuración de políticas y el tipo de crisis que hemos sufrido, en el que la actividad se desploma, y los flujos financieros se congelan, requería una respuesta muy fuerte y muy coordinada por todos los agentes internos de los países, lo que ha llevado a una muy estrecha interacción de la política fiscal y monetaria que, según los bancos centrales, ha sido muy satisfactoria en la mayoría de los países. El problema es que esto refuerza el nexo entre las políticas monetarias y fiscales, y esto, dadas las circunstancias, podría representar un riesgo en los próximos tiempos.

En resumen, si miramos la respuesta a la COVID-19 podemos decir que los bancos centrales han manejado bien la crisis. Este resultado depende mucho de la acumulación de progresos durante las décadas anteriores, que han permitido a los bancos centrales situarse en el centro de la respuesta a la crisis y generar confianza en la población.

4 Los desafíos hacia adelante

Saldremos de la pandemia, ojalá, y nos enfrentaremos a nuevos desafíos. Uno de ellos es, en cierta medida, inesperado. Después de pulsiones deflacionistas durante la pandemia, nos encontramos que ahora el mundo sufre un repunte muy fuerte de la inflación. Las previsiones de inflación para 2022 en casi todas las economías emergentes van hacia arriba. En algunos casos, como Brasil o Turquía, más que en otros pero en el resto de América Latina la previsión de inflación de 2022 prácticamente se ha duplicado durante el año 2021.

El repunte de la inflación tiene mucho que ver con la propia dinámica de la recuperación de la crisis de la pandemia y las implicaciones de esta. Se está produciendo un fuerte desajuste entre oferta y demanda: la demanda se ha recuperado sobre todo en las economías avanzadas mucho más rápido de lo que se esperaba, especialmente en manufacturas, y la oferta no ha podido ir al mismo ritmo, entre otras cosas porque siguen habiendo restricciones al tráfico en muchos países y, por tanto, al comercio doméstico e internacional. Esto significa, en primera instancia, que estas tensiones inflacionistas serían transitorias. No obstante, este es el mismo diagnóstico de cada uno de los últimos meses y lo cierto es que no pareciera ser un fenómeno tan transitorio. Ello supone un problema porque la persistencia de la inflación puede generar efectos de segunda ronda.

A pesar de esta persistencia de la inflación, han conservado la calma hasta finales de 2021 y mantienen sus tasas de política, salvo alguna excepción en economías abiertas y pequeñas. Esta posición viene respaldada en términos de política por estas revisiones de los marcos de política monetaria, en particular en la Reserva Federal y en el Banco Central Europeo, que apoyan ser algo más permisivo con los excesos de inflación mientras la inflación a mediano y largo plazo esté controlada, lo que es razonable si las políticas monetarias gozan de credibilidad y si piensas que la inflación no es persistente. Sin embargo, este consenso se está debilitando rápidamente, y estos bancos centrales podrían verse forzados a subir sus tasas de política antes de lo deseado si la inflación persiste.

Ello contrasta con las economías emergentes que sí han subido sus tasas de política a ritmos importantes. En países como Rusia y Brasil, los tipos actuales ya han superado los niveles previos a la pandemia, a pesar de la fuerte bajada que se produjo. En América Latina, la preocupación por la inflación tiene que ver igualmente con el crecimiento económico porque, si continúan subiendo las tasas, se podría ahogar esa recuperación que no está siendo particularmente vigorosa.

Sin embargo, creo que a mediano plazo los desafíos son más complicados. El elefante en la habitación en América Latina, igualmente en África, es la situación fiscal de la que no se está discutiendo lo suficiente. El incremento de la deuda durante la pandemia en América Latina ha sido importante, pero también prácticamente ha continuado una tendencia que observamos desde inicios de la década de 2010. Es decir, el deterioro fiscal viene de largo y no se le ha prestado la suficiente atención en la región durante los años en los que se ha estado acumulando. La política fiscal es el eslabón más débil con el que se enfrentan los bancos centrales en América Latina, y las perspectivas no son nada halagüeñas.

Conviene subrayar que conforme se ha ido avanzando en la credibilidad de la política monetaria, la inflación se ha vuelto cada vez menos sensible a choques fiscales como cambios en los déficits (Catão & Terrones, 2005). Asimismo, se ve-

rifica que cuando la independencia del banco central es alta, el impacto del déficit fiscal sobre la inflación es mucho menor que cuando la independencia del banco central es baja. Los regímenes de metas de inflación tienen mucho que ver con los avances de la independencia que han asentado estos regímenes. Por lo tanto, estos hallazgos dan el mensaje optimista de que, con marcos monetarios creíbles y consolidados, el impacto de los déficits no tiene que ser inflacionarios porque el principio de separación entre la política monetaria y fiscal está ya muy claro.

No obstante, durante la pandemia, mientras se producía un deterioro más de la situación fiscal, las interacciones monetarias y fiscales han sido muy intensas. La separación entre ambas se ha difuminado. Con la superación de la emergencia es fundamental que cada política restablezca el foco en su objetivo prioritario, la estabilidad de precios en el caso de la banca central. Este desenganche no es necesariamente fácil, dada la frágil situación fiscal de muchos países y el rezago en la recuperación de algunas economías. Existe el riesgo de presiones políticas sobre el banco central, en particular sobre el retiro de los estímulos monetarios puestos en marcha, y creo que ya lo estamos viendo en algunos países.

Otro desafío es que el crecimiento económico parece insuficiente. Esto por supuesto es algo que debe preocupar a toda la ciudadanía y a todos los hacedores de política monetaria. Como en el caso de la evolución fiscal, el crecimiento de América Latina ha sido decepcionante desde mucho antes de la pandemia, básicamente desde la mitad de la década de 2010, porque ha caído el crecimiento potencial a raíz de la reducción de los precios de las materias primas. Dicho de otro modo, se pensaba que el crecimiento potencial genuino de las economías de Latinoamérica era mayor, y no se veía que mucho de él estaba respaldado por un *boom* de las materias primas. Esta percepción errónea implica una recalibración de las perspectivas de mediano plazo. Adicionalmente, el deterioro fiscal descrito también tiene un impacto negativo sobre el crecimiento potencial.

De hecho, las expectativas de crecimiento han caído por la pandemia. Las últimas proyecciones de organismos internacionales indican que en el caso de países avanzados el producto alcanzará en breve los niveles previstos antes de la pandemia. En cambio, no se espera lo mismo para las economías emergentes, en donde, más bien, las proyecciones son paralelas a los niveles de la tendencia prepandemia. Es decir, se esperan pérdidas permanentes en el producto de economías emergentes, respecto a las proyecciones previas. Esto es sin duda una preocupación para los bancos centrales porque una economía sin crecimiento hace más complicada la acción de la política monetaria.

Los bancos centrales latinoamericanos cuentan con una alta credibilidad que ha sido reforzada por la pandemia y eso es positivo. Los bancos centrales tenían instrumentos que han ido aquilatando y articulando en una narrativa adecuada.

En la pandemia han ido incorporando nuevos instrumentos y todo esto lo han hecho con éxito, lo cual es igualmente bueno. Además, los bancos centrales, como el Banco Central de Reserva del Perú, se han convertido en las instituciones de referencia como garantes de la estabilidad macroeconómica, en un contexto en el que las reformas de mejoras institucionales en América Latina se han frenado desde hace bastante tiempo.

Sin embargo, este es mi punto, su posición está amenazada. La primera razón es que la experiencia de crecimiento en América Latina en la última década ha demostrado que la estabilidad macro y de precios es una condición necesaria, pero no suficiente para lograr un crecimiento y desarrollo sostenible. En segundo lugar, porque los paradigmas son fluidos y hemos estado mucho tiempo sin prestarle atención a la inflación o más bien a la deflación. Dejó de estar en el centro de las prioridades de los bancos centrales, en particular las economías avanzadas, y por lo tanto hay una falta de referencia. Además este fluir del paradigma genera cierta incertidumbre. Chang (2022) sostiene que el esquema de metas de inflación parecía la panacea y no lo fue, en varias dimensiones, como la CFG nos lo recordó.

Otra consideración es de economía política. Que los bancos centrales tengan éxito y se conviertan en instituciones de referencia también tiene la cruz de la sobreexposición a las vicisitudes económicas. Hay una sobre extensión de los objetivos, ya se ocupan de demasiadas cosas, y empezamos a esperar que atiendan aún más objetivos como innovación financiera o monedas digitales. Algunos de estos objetivos son sustanciales a los bancos centrales, pero otros no lo son. Algo similar ocurre por el lado de los instrumentos, hay un riesgo de que un arsenal tan complejo acabe por generar cierta vuelta de cosas.

Asimismo, la exposición tiene que ver con la centralidad de la que hablaba antes. Los banqueros centrales ya no son aquellas personas serias, oscuras, opacas, que se ocupaban de cosas abstrusas, incomprensibles para el gran público. Muchos de ellos están cada vez más presentes en la opinión pública y de ahí la necesidad de comunicar a la sociedad, lo que es positivo. Aún así, a veces la sobreexposición mediática puede influir en sus propias actuaciones, sobre todo en contextos en donde el deterioro de la estabilidad política, que se está perdiendo en el continente, pueda afectar a la estabilidad monetaria.

Un último desafío es mantener la memoria de los costes de la inflación. Un aspecto en América Latina que protege la institucionalidad de los bancos centrales es la penosa memoria de inflaciones altas y crónicas. Es cierto que está muy presente, y en países como Argentina o Venezuela la lacra de la inflación está aún vigente. Quisiera establecer un paralelo con mi país, España. Mi generación vio la transición de la dictadura a la democracia como algo muy positivo, pero hoy en día hay un debate muy importante sobre si la transición fue buena, si fue insuficiente, si

fue reaccionaria. Mi reflexión es que una de las razones principales para este revisionismo es que muchas de las personas que reniegan de esa época tan positiva no vivieron la dictadura.

Esto mismo está pasando hasta cierto punto en América Latina, con un desfase temporal de una década más o menos, con las propias transiciones de la dictadura a la democracia que se están olvidando, y es por lo que también se explica la vuelta al populismo. La amenaza es que este olvido generacional puede tener un correlato en la inflación porque la gente que vivió la inflación en América Latina está empezando a peinar canas, y eso puede hacer que la importancia de este objetivo, en un contexto populista, acabe afectando la labor de los bancos centrales.

5 Conclusiones

En conclusión, la política monetaria en América Latina ha mostrado un marcado éxito en el control de la inflación y la mayor credibilidad y reputación. El instrumental desarrollado durante estas décadas ha logrado consolidar un marco consistente y aceptado, tanto por el público como por la academia, que se ha reflejado en un manejo adecuado de la crisis provocada por la COVID-19. No obstante, persisten desafíos importantes que observar y que darán forma a la política monetaria de la región.

Referencias

- Arslan, Y., & Cantú, C. (2019). The size of foreign exchange reserves. En Bank for International Settlements (Ed.), *Reserve management and FX intervention* (Vol. 104, p. 1-23). Bank for International Settlements.
- Bank of International Settlements. (2021). *Capital flows, exchange rates and monetary policy frameworks in latin american and other economies* (BIS Representative Office for the Americas Report). Bank of International Settlements.
- Cantú, C., Cavallino, P., De Fiore, F., & Yetman, J. (2021). *A global database on central banks' monetary responses to Covid-19* (BIS Working Paper n.º 934). Bank for International Settlements.
- Catão, L. A. V., & Terrones, M. E. (2005). Fiscal deficits and inflation. *Journal of Monetary Economics*, 52(3), 529-554.
- Chang, R. (2022). Política monetaria en países emergentes: manual de instrucciones. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamias* (p. 361-370). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.

- Ghosh, A. R., Ostry, J. D., & Qureshi, M. S. (2017). *Managing the tide: How do emerging markets respond to capital flows?* (IMF Working Paper n.º 2017/069). International Monetary Fund.
- Hofmann, B., Shim, I., & Shin, H. S. (2020). Bond risk premia and the exchange rate. *Journal of Money, Credit and Banking*, 52(S2), 497-520.
- Jašová, M., Moessner, R., & Takáts, E. (2019). Exchange rate pass-through: What has changed since the crisis? *International Journal of Central Banking*, 15(3), 27-58.
- Krugman, P. (1979). A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311-325.
- Moessner, R., & Takáts, E. (2020). *How well-anchored are long-term inflation expectations?* (BIS Working Paper n.º 869). Bank for International Settlements.
- Rossini, R., Armas, A., Castillo, P., & Quispe, Z. (2019). International reserves and forex intervention in Peru. En Bank for International Settlements (Ed.), *Reserve management and FX intervention* (Vol. 104, p. 191-207). Bank for International Settlements.

Política monetaria en países emergentes: manual de instrucciones

ROBERTO CHANG*

La Crisis Financiera Global de 2008/2009 rompió el consenso académico sobre la idoneidad del sistema de metas de inflación como el marco central de la política monetaria, y despertó el interés, ya generalizado, en el análisis de políticas no convencionales y acciones macroprudenciales. En el caso de países emergentes, ello involucra especialmente el rol de la intervención cambiaria, la provisión de liquidez en moneda extranjera y el manejo de las reservas internacionales. Esto puede ser considerado un cambio de paradigma en el análisis de política monetaria y, como tal, requiere de una reformulación de los modelos macroeconómicos dominantes. En particular, incorporar en ellos el rol de los intermediarios financieros que enfrentan restricciones e imperfecciones de mercado.

1 Introducción

En este capítulo discutiremos cómo ha cambiado el “manual de instrucciones” de la política monetaria en las últimas décadas. Empezamos notando que hacia el año 2007 la profesión había convenido en un manual con instrucciones claras; revisaremos tanto lo que decía como lo que no decía. Luego veremos cómo la Crisis Financiera Global (CFG), que tiene como evento central la bancarrota de Lehman Brothers en septiembre de 2008, genera la ruptura del consenso: el manual de instrucciones no fue útil ni para entender teóricamente el problema ni para dar consejos acerca de las políticas de respuesta. Por tanto, en buena medida, esa crisis causó una reformulación de la política y de los estudios macroeconómicos que

* Muchas gracias a la Universidad del Pacífico y a los editores por esta invitación para rendir homenaje a nuestro amigo Renzo Rossini. Renzo y yo empezamos a trabajar para el BCRP en 1982 y nos hicimos muy amigos. A pesar de que salí del BCRP rápidamente y él se quedó para luego convertirse en un personaje central en la formulación de la política monetaria en el Perú, siempre nos mantuvimos en contacto. Cada vez que nos encontrábamos por el mundo conversábamos y aprendíamos constantemente el uno del otro. Este capítulo es una buena oportunidad para abordar el gran tema de todas estas conversaciones: cómo cambió el manual de instrucciones de la política monetaria.

tenemos en la actualidad. El error fundamental fue la ausencia de fricciones e imperfecciones en los mercados financieros, tanto en las instituciones bancarias como en las financieras no bancarias. Desde entonces, el manual está siendo reescrito.

La reformulación del manual supone tener una versión específica para países emergentes como el Perú. Explicaré por qué este es el caso. Además, discutiré la interacción entre la investigación económica y la práctica de la política económica. Para ello, haré una breve descripción de algunas investigaciones que considero interesantes y que se centran en los problemas específicos de los países emergentes.

2 **Habebamus consensusum**

Había una vez, a principios del siglo, un manual de instrucciones consensuado sobre política monetaria. Marvin Goodfriend, un importante economista que se desempeñó como Economista Jefe de la Reserva Federal de Richmond, señala:

“[...] el mundo hacia finales de los noventa había obtenido un consenso sobre cuáles son los principios fundamentales de la política monetaria” (Goodfriend, 2007; p. 48).

“Esta argumentación implica que un sistema de metas de inflación (*inflation targeting*) daría el mejor comportamiento cíclico del empleo y el producto que la política monetaria por sí misma puede darnos” (Goodfriend, 2007; p. 61).

El consenso tenía su contraparte en los trabajos académicos de una serie de autores prominentes, pero básicamente el consenso decía que el sistema monetario ideal era un esquema de metas de inflación. Para efectos de mi discusión voy a tomar la definición de Svensson (2010), uno de los escritores más importantes de esta tradición. Lars Svensson, profesor en Princeton por muchos años, quien ha sido Vicepresidente del Banco Central de Suecia y Jefe del Comité del premio Nobel entre otras distinciones, escribió el capítulo sobre metas de inflación en el *Handbook of Monetary Economics*, que es algo así como la enciclopedia británica de la economía monetaria. Nos dice que *inflation targeting* es una estrategia de política monetaria, introducida en Nueva Zelandia en 1990 y adoptada por veinticinco países hacia 2010, que debe tener tres componentes: (1) un objetivo numérico de inflación anunciado; (2) pronósticos de inflación como meta operativa; y (3) un fuerte grado de transparencia con el público. Es bueno poner atención a lo que la definición dice y también a lo que no dice. La definición no dice, por ejemplo, que un sistema de metas de inflación debería estar dedicado a estabilizar el sistema financiero o a estabilizar el tipo de cambio o a acumular reservas.

Svensson y otros autores pasaron buena parte de su vida académica elaborando una “doctrina del consenso”. Este esfuerzo resultó en la teoría dominante por dos décadas, el modelo neokeynesiano, básicamente una versión estocástica, dinámica, y con microfundamentos de modelos anteriores keynesianos, como el de IS-LM que los estudiantes de economía todavía aprenden en pregrado. Una síntesis magistral de este desarrollo fue el libro *Interest and Prices* de Michael Woodford (Woodford, 2003), y el resumen de Jordi Galí (Galí, 2008). En el análisis de Woodford, un resultado clave es que el sistema de metas de inflación es óptimo. Asimismo, en ese mundo, estabilizar la inflación y la brecha del producto vía control del instrumento convencional, la tasa de interés, maximiza el bienestar social. Se trata de teoremas válidos en el mundo que estos autores presentan.

Estas lecciones son interesantes también porque nos dicen que no sirve tener otros objetivos como la estabilidad financiera u otros instrumentos que no sean la tasa de interés. En particular, desde el punto de vista de la doctrina, en un país como Perú la intervención cambiaria no sería esencial e incluso podría ser contraproducente, puede ser nociva y nos llevaría a una situación con menor bienestar.

Hacia 2007, el consenso obtuvo su punto más alto, a pesar de que se observaban ciertas anomalías en la práctica de los sistemas de metas de inflación. Las instituciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Banco de Pagos Internacionales trataban de animar a los bancos centrales a implementar las metas de inflación.

Aparecieron, luego, sistemas de metas de inflación “tropicales”, que querían parecerse al esquema ideal de Svensson, aunque con desviaciones muy importantes respecto al esquema teórico. Chang (2007) describe la experiencia colombiana hacia los años 2006 y 2007, donde había mucha intervención cambiaria para enfrentar un problema de apreciación persistente. Por ello, el Banco de la República estableció un sistema de acumulación de reservas muy obvio. Lo interesante fue que este sistema entró en contradicción con la política de tasa de interés. Hacia 2007, Colombia enfrentaba presiones apreciatorias a la vez que tenía una inflación mucho más alta que su meta. Así, para estabilizar la inflación trataban de subir la tasa de interés de política, pero al hacerlo generaban más presiones apreciatorias. Ese problema lo enfrentaban igualmente otros países que estaban recibiendo muchas divisas porque había un *boom* en los precios de los *commodities*, como el Perú.

Este tipo de observaciones llevó a gente en el FMI a preguntarse cuál era el rol de la intervención cambiaria en un sistema de tipo de cambio flexible y metas de inflación. En un trabajo muy relevante, Adler y Tovar (2011) documentaron cómo países emergentes intervenían con bastante frecuencia. En promedio, los bancos centrales de Latinoamérica intervenían el 19 % del tiempo; el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) lo hacía 39 % del tiempo; mientras que en países como

Australia o Turquía las intervenciones ocurrían casi las dos terceras parte del tiempo. El volumen de intervención también podía ser muy importante: entre los años 2004 y 2010, la intervención acumulada en el Perú fue más de la tercera parte del PBI, lo que es considerable para un país con tipo de cambio flotante *de jure*.

Esta era la situación antes de la CFG y considero que en esos momentos ya estábamos empezando a reconocer los problemas con el consenso de las “metas de inflación ideales”. Luego ocurre la CFG y eso precipita el final del consenso. Aunque sea claro, es interesante explorar exactamente por qué el consenso colapsó.

3 El colapso del consenso

En la CFG, el consenso resultó ser totalmente inútil para guiarnos. Era claro que el origen de la crisis fue el sector de intermediación financiera en los países avanzados. Ese tipo de choque no era considerado en ninguno de los modelos dominantes. La respuesta de política monetaria convencional fue bajar la tasa de interés a cero, pero una vez que se llegó a ese límite, la política monetaria agotó sus balas. Entonces, los bancos centrales fueron forzados a tratar de estimular las economías de otra manera. Los bancos centrales de países avanzados, empezando por la Reserva Federal, implementaron “políticas no convencionales” expansivas, las llamadas *quantitative easing* y *credit easing*. Estas fueron políticas vigorosas, aunque con efectos inciertos porque no tenían justificación alguna en la teoría del consenso.

Es útil hacer un rápido resumen de cómo se desarrolló la CFG. El origen fue una caída de los precios inmobiliarios en los Estados Unidos. El conocido índice de precios de viviendas de Case-Shiller comenzó el siglo con valores cercanos a 100 y se ubicó en cerca de 200 a principios de 2007: se duplicó en solo siete años. De ahí, la burbuja colapsó. A mediados de 2007, mientras Goodfriend terminaba de escribir su artículo, los precios de los bienes raíces colapsaron y terminaron cayendo, en este caso, más de 30 %.

Otro elemento, que ahora entendemos mejor, es la cantidad de intermediarios financieros que se habían apalancado para comprar instrumentos que estaban basados en los precios de los bienes inmobiliarios. Entonces, cuando los precios de los inmuebles empezaron a caer, los intermediarios financieros comenzaron a quebrar. Un indicador útil del riesgo bancario es el “TED spread”, la diferencia entre la tasa LIBOR y la tasa de interés de los bonos del tesoro norteamericano, que era muy pequeño hacia el tercer trimestre del 2007 cuando empieza la crisis en Europa con la caída del banco Northern Rock en Inglaterra y siguió fluctuando entre 1 % y 2 %. Hubo un incremento importante hacia marzo de 2008 con la crisis de Bear Stearns; pero, para el verano de EE. UU. de 2008, la situación parecía estar bajo control. De repente, en septiembre de 2008, quebró Lehman Brothers

y empezaron a quebrar una tras otra las instituciones asociadas y el TED spread se disparó a casi 5 % . Casi todo ese mercado se paralizó y estas quiebras del sector financiero tuvieron grandes consecuencias para el sector real de los EE. UU.

La economía norteamericana entró en recesión y los precios de activos financieros cayeron estrepitosamente. El índice bursátil de Standard & Poor's 500 cayó a casi la mitad de su valor durante la crisis. En términos de la respuesta de política, la Reserva Federal, que había subido antes de la crisis la tasa de fondos federales a 5.25 %, comenzó a bajar su tasa al inicio de la crisis. Primero rápidamente a 2 % y luego, tras la quiebra de Lehman Brothers, la tasa se llevó a básicamente cero.

No obstante, el estímulo monetario parecía insuficiente. Entonces, la Reserva Federal inyectó dinero en la economía mediante la compra de activos. Hacia septiembre de 2008, la cartera de la Reserva Federal estaba en el orden de los 800 mil millones de dólares y, de repente, tres meses después era casi el triple. Lo que ocurrió, como se dice en el Perú, es que la Reserva Federal usó “la maquina” para comprar bonos. Esto es lo que se llama básicamente una política no convencional.

Algo notable es la compra de *mortgage backed securities*, que son bonos o valores que están respaldados por hipotecas. La Reserva Federal, que usualmente no compraba este tipo de activos, comenzó a adquirirlos masivamente en un intento por levantar el mercado de hipotecas. Esta respuesta merece ser resaltada porque ilustra la omisión clave: no consideraba fricción financiera alguna.

Las políticas no convencionales jugaron un rol fundamental en la respuesta de la política monetaria de países avanzados ante la crisis, pero no estaban reflejadas en los modelos dinámicos-estocásticos dominantes en ese momento. Estas políticas, no tienen efectos reales en esta rama de la teoría, un teorema de “irrelevancia” atribuido a Wallace (1981), cuya versión estocástica es propuesta en Eggertsson y Woodford (2003). En la misma línea, Backus y Kehoe (1989) presentaron un teorema similar aplicado a la intervención cambiaria esterilizada, para fastidio de quienes trabajaban en temas de macroeconomía y finanzas internacionales.

Estos teoremas, sin embargo, eran válidos en un contexto poco realista porque uno de los supuestos fundamentales de la doctrina detrás del consenso era la existencia de mercados financieros completos y perfectos. Bajo esos supuestos toda la superestructura financiera es irrelevante y aplican teoremas tipo Modigliani-Miller, incluyendo, por ejemplo, equivalencia ricardiana, que es básicamente una proposición de irrelevancia para el gobierno. Inevitablemente, uno termina excluyendo de la teoría todo lo que es interesante desde el punto de vista de instituciones financieras, de tal manera que los modelos macroeconómicos imperantes usualmente ni siquiera modelaban el sector financiero.

4 La construcción del nuevo manual: entre la teoría y la práctica

Todo esto ya se había empezado a notar antes de la CFG en países emergentes que habían experimentado una década antes crisis de mercados emergentes que comenzaron con la de México en 1994. La crisis mexicana, en particular, era una crisis de balanza de pagos que no se ajustaba en ese entonces a los paradigmas de crisis de balanza de pagos que habían empezado con los modelos de Krugman (1979) y Flood y Garber (1984), que se conocen como modelos de primera generación.

La crisis mexicana había tenido muchas similitudes con corridas bancarias de tal manera que, por ejemplo, Guillermo Calvo había mencionado la posibilidad de que México iba a tener una crisis bancaria que se iba a convertir en una crisis de balanza de pagos. De hecho, esa idea fue formalizada por primera vez en Chang y Velasco (2000), que incorporaron en un entorno macroeconómico un modelo de bancos al estilo Diamond y Dybvig (1983) para entender la interacción entre las crisis bancarias y las cambiarias. Desde ese entonces, se entendió que en países emergentes era importante tratar de incorporar fricciones financieras y modelarlas de la manera más cuidadosa posible.

También en países avanzados existían voces que enfatizaban la introducción de fricciones financieras en modelos macroeconómicos. Me refiero a los trabajos de Bernanke y Gertler (1989) y Kiyotaki y Moore (1997) que desarrollaron teorías importantes sobre la interacción de precios relativos, los efectos de hoja de balance y la demanda agregada. Sin embargo, estas propuestas recibían poca atención. Recuerdo, en una conferencia de la American Economic Association a principios de los años 2000, una discusión sobre una investigación que estudiaba cómo cambios en la política monetaria afectaban de manera diferente a empresas pequeñas y empresas grandes por la existencia de fricciones financieras, y a una famosa economista en el panel exclamando algo como “otro *paper* de fricciones financieras en macro; ya estoy harta de estos *papers*, no sirven para nada”.

No obstante, los trabajos de Bernanke y Gertler (1989) y Kiyotaki y Moore (1997) recibieron mucha atención en países emergentes, sobre todo después de las crisis en Asia y Latinoamérica a finales de los noventa. Las ideas de que grandes depreciaciones afecten, por ejemplo, las hojas de balances de los bancos o de las empresas habían sido muy influyentes en el debate y derivaban en la pregunta de si los países en crisis deberían optar por un tipo de cambio flexible. Los ejemplos más influyentes de esta literatura fueron Choi y Cook (2004) y Céspedes, Chang, y Velasco (2004).

Entendimos hace ya unos años que el manual antiguo resultaba insuficiente porque no admitía fricciones financieras. Por eso, hay mucho esfuerzo actualmente por reescribir el manual. La pregunta crucial es cómo. En mi opinión, una buena

forma de aproximarse al problema es pensar en lo que ha sucedido en términos de política. Son las personas como Renzo Rossini y otros hacedores de política en bancos centrales quienes tuvieron que responder, en la práctica, a las crisis financieras y sus consecuencias de largo plazo. Por ello mucho del nuevo manual debe salir de discusiones con hacedores de política.

Obviamente, para entender cómo funcionan las políticas monetarias no convencionales, un desarrollo clave ha sido admitir que las fricciones e imperfecciones financieras juegan un rol primordial porque sin ellas todas estas políticas son inoperantes. Entonces, han habido muchas extensiones de los trabajos de Bernanke y Gertler (1989) y Kiyotaki y Moore (1997), pero un cambio importante con respecto a los trabajos más tempranos de estos autores es que los modelos más modernos tratan de incluir explícitamente un sector de intermediación financiera constituido por bancos que operan con fricciones, con el fin de ser más realista. Por otro lado, también hoy entendemos que hay choques que se originan dentro del mismo sector financiero. Por tanto, necesitamos en estos modelos un sector financiero explícito para poder pensar en estas preguntas.

Han habido varios avances; sin embargo, persisten muchas dificultades por resolver. La primera es que no tenemos una teoría de intermediación financiera. Un paradigma muy importante es el modelo de Diamond y Dybvig (1983), aunque es difícil de incorporar en un modelo estocástico-dinámico moderno. En la práctica, mucha de la nueva literatura son extensiones de Gertler y Karadi (2011), pero este modelo tiene varias desventajas respecto a Diamond y Dybvig (1983). Aún seguimos tratando de formular un sector bancario con buenos fundamentos.

Segundo, dependiendo de cómo se incluyen las fricciones financieras, usualmente se encuentran recomendaciones de política contraintuitivas. Por ejemplo, en el modelo típico de Gertler y Karadi (2011), una consecuencia clara es que el banco central debería estar dando crédito todo el tiempo, y eso para alguien como Renzo o como yo es difícil de digerir. Es decir, uno quisiera ver que el banco central solo juega un rol complementario en términos de la proyección del crédito.

Finalmente, la evidencia empírica sobre si las políticas no convencionales son efectivas o no es aún poco convincente. Quizás haya cierta evidencia a favor en EE. UU., pero no la hay en Europa. En Céspedes, Chang, y Velasco (2017) mostramos que las políticas no convencionales son efectivas solo si las restricciones financieras son vinculantes. Así, en un contexto de restricciones vinculantes solo de manera ocasional (*occasionally binding*), resulta difícil encontrar evidencia empírica de políticas que serían efectivas únicamente cuando hay crisis. Si las crisis son esporádicas, como lo son, no habrían tantos datos para el análisis empírico.

Una aplicación específica de esta idea es la intervención cambiaria. En el modelo desarrollado en Chang (2018) pude demostrar que la intervención cambiaria

esterilizada tiene efectos no por la compra o venta de dólares *per se*, sino por el efecto de la esterilización. Esterilizar significa que el crédito del banco central debe ajustarse y ese ajuste produce desbalances cuando las restricciones financieras externas son vinculantes. Este efecto “crowding out” de la intervención es nuevo, y de hecho trabajos como Hofmann, Shin, y Villamizar-Villegas (2019) han encontrado evidencia empírica favorable.

Por otro lado, en tiempos normales la intervención no es efectiva, mientras que en tiempos de crisis no solamente es efectiva, sino que es necesaria, es un complemento requerido y útil a la práctica convencional. Con este tipo de marco teórico, uno puede reexaminar la experiencia de intervención, por ejemplo, en el Perú. El BCRP vendió dólares agresivamente cuando entró Lehman Brothers en bancarota, y también en 2013 con el denominado *taper tantrum*, que son justamente episodios en donde la restricción externa se vuelve vinculante.

5 Una versión para países emergentes

Para concluir, quiero enfatizar algo que mencioné previamente: por qué es vital adaptar el nuevo manual a los países emergentes.

Primero, los países emergentes usualmente sufren de imperfecciones financieras más severas. Además, un fenómeno quizás tan importante o más, desde el punto de vista de la teoría, es que en muchos casos nuestros países están afectados por dolarización de distintos tipos. Eso significa que el banco central a menudo tiene un rol muy importante como prestamista de última instancia en dólares, a pesar de solo producir soles. Esto nos obliga a entender mejor cuándo es necesario o deseable acumular reservas de divisas.

Este es otro tema que en los últimos años ha recibido mucha atención: explicar o justificar la inmensa acumulación de reservas internacionales en países emergentes, incluyendo los que adoptaron metas de inflación o tipo de cambio flexible. El fenómeno es muy conocido y una buena pregunta es ¿cuántas reservas necesita un país?, porque mantener reservas supone cierto costo financiero y costo de oportunidad; es decir, lo que un país tiene invertido en reservas podría ser invertido en otra cosa.

La teoría tradicional justifica las reservas básicamente por las necesidades del comercio internacional. Entonces, uno tenía las reglas que decían que *grosso modo* un país debía contar con seis meses de importaciones en reservas. En la teoría más reciente, sin embargo, el comercio internacional pasa a segundo plano y lo crucial es que un banco central necesita de sus reservas para enfrentar necesidades de *liquidez internacional*, la posibilidad de crisis o escasez de dólares por las fluctuaciones de capitales mundiales. Dicho sea de paso, estas teorías más recientes son más con-

sistentes con lo que dicen los banqueros centrales, por ejemplo, en las encuestas que el FMI les hace al respecto. Véase International Monetary Fund (2011).

Hay muchos intentos de mirar el nivel óptimo de reservas, que puede depender de variables que antes no tenían un rol en esta pregunta. Por ejemplo, ¿cuál es la probabilidad de restricciones externas vinculantes, de aumentos en la tasa de interés mundial? ¿Cuál es el grado de incertidumbre *ex ante*? ¿Cuáles son las respuestas de política específicas ante una crisis de liquidez? Si los banqueros centrales efectivamente acumulan reservas para responder a crisis, entonces qué hacen con las reservas se vuelve importante para determinar el nivel óptimo. Este el tipo de trabajo que está recibiendo bastante atención y creo que el interés va a seguir.

6 Conclusiones

Espero que esta discusión haya reflejado el diálogo permanente entre la teoría y la práctica de la política monetaria. Así como que las características de países como el Perú demandan importantes reformulaciones y extensiones de las teorías que usualmente se discuten para países avanzados. Creo que este diálogo ha resultado en mejoras significativas y claras de la política monetaria para el beneficio de todos.

Asimismo, la respuesta de los bancos centrales con respecto a la pandemia de la COVID-19 ha sido muy satisfactoria. El problema de la pandemia pudo convertirse en una gran crisis financiera. No sucedió porque los bancos centrales aprendieron de crisis anteriores a reaccionar en este tipo de situaciones. Terminó diciendo que el diálogo continúa y que es alimentado e inspirado por contribuciones como las de Renzo Rossini, a quien vamos a extrañar mucho.

Referencias

- Adler, G., & Tovar, C. E. (2011). *Foreign exchange intervention: A shield against appreciation winds?* (IMF Working Paper n.º 2011/165). International Monetary Fund.
- Backus, D. K., & Kehoe, P. J. (1989). On the denomination of government debt: A critique of the portfolio balance approach. *Journal of Monetary Economics*, 23(3), 359-376.
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1989). Agency costs, net worth, and business fluctuations. *American Economic Review*, 79(1), 14-31.
- Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2004). Balance sheets and exchange rate policy. *American Economic Review*, 94(4), 1183-1193.
- Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2017). Financial intermediation, real exchange rates, and unconventional policies in an open economy. *Journal of International Economics*, 108(S1), 76-86.

- Chang, R. (2007). *Inflation targeting, reserves accumulation, and exchange rate management in Latin America* (Papers and Proceedings, II International FLAR Conference). Fondo Latinoamericano de Reservas.
- Chang, R. (2018). Foreign exchange intervention redux. En A. Aguirre, M. Brunnermeier, & D. Saravia (Eds.), *Monetary policy and financial stability: Transmission mechanisms and policy implications* (p. 2005-247). Santiago, Chile: Central Bank of Chile.
- Chang, R., & Velasco, A. (2000). Financial fragility and the exchange rate regime. *Journal of Economic Theory*, 92(1), 1-34.
- Choi, W. G., & Cook, D. (2004). Liability dollarization and the bank balance sheet channel. *Journal of International Economics*, 64(2), 247-275.
- Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419.
- Eggertsson, G. B., & Woodford, M. (2003). The zero bound on interest rates and optimal monetary policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003(1), 139-211.
- Flood, R. P., & Garber, P. M. (1984). Collapsing exchange-rate regimes: Some linear examples. *Journal of International Economics*, 17(1-2), 1-13.
- Galí, J. (2008). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the new Keynesian framework*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Gertler, M., & Karadi, P. (2011). A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17-34.
- Goodfriend, M. (2007). How the world achieved consensus on monetary policy. *Journal of Economic Perspectives*, 21(4), 47-68.
- Hofmann, B., Shin, H. S., & Villamizar-Villegas, M. (2019). *FX intervention and domestic credit: Evidence from high-frequency micro data* (BIS Working Paper n.º 774). Bank of International Settlements.
- International Monetary Fund. (2011). *Assessing reserve adequacy* (IMF Policy Paper). International Monetary Fund.
- Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-48.
- Krugman, P. (1979). A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311-325.
- Svensson, L. (2010). Inflation targeting. En B. M. Friedman & M. Woodford (Eds.), *Handbook of Monetary Economics* (1.ª ed., Vol. 3, p. 1237-1302). Elsevier.
- Wallace, N. (1981). A Modigliani-Miller theorem for open-market operations. *American Economic Review*, 71(3), 267-274.
- Woodford, M. (2003). *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*. Princeton: Princeton University Press.

Política monetaria: una nueva perspectiva

SAKI BIGIO *

En los últimos años, distintos bancos centrales han renovado el conjunto de instrumentos con los que implementan sus políticas monetarias. Estas innovaciones incluyen distintas operaciones de compras de títulos privados, intervenciones cambiarias y el uso de instrumentos derivados. Este capítulo discute estas innovaciones, tanto a nivel global como a nivel local, y busca racionalizar su uso en el contexto de modelos teóricos orientados al análisis de política monetaria.

1 Introducción

Quiero comenzar con una anécdota. En el año 2004, entré a trabajar al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) en la Gerencia de Estudios Económicos. Ahí, las dos unidades de élite eran el Departamento de Modelos Macroeconómicos y el Departamento de Estadísticas Monetarias y Bancarias. Había algo muy revelador en la estructura organizativa. Estas dos áreas estaban prácticamente divorciadas: no había una conexión entre ambas porque el área de modelación macro no usaba directamente datos bancarios ni monetarios. Desde entonces surgió en mí una serie de preguntas que han sido instructivas en mi formación como profesor y en mis investigaciones: ¿por qué importan los agregados monetarios y las estadísticas bancarias? ¿Por qué en nuestros modelos no tenemos bancos y tasas de interés relacionadas a la conexión con la banca y sus estadísticas?

Si pensamos en cómo se implementa la política monetaria, realmente es a través de los bancos. Por eso es que las estadísticas monetarias y bancarias deben ser claves para entender la transmisión de la política monetaria. Sin embargo, el modelo más utilizado para estudiar la política monetaria, el modelo neokeynesiano, articula la idea del manejo de una sola tasa de interés, un solo instrumento, pero deja por

* Agradezco a la Universidad del Pacífico y a los editores por la invitación para dar esta charla en honor a Renzo Rossini. Renzo fue mi primer jefe, siempre innovador y con una gran visión del rol del BCRP en la economía. Es para mí un honor rendirle homenaje.

resolver muchas preguntas; en particular, cómo es que la política monetaria se transmite a través de los bancos.

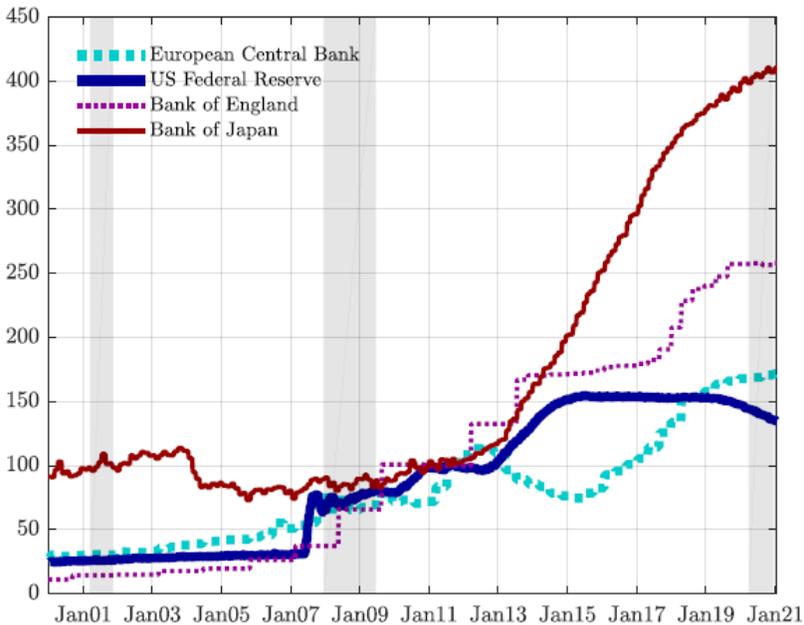
En la práctica lo que sabemos es que hay muchas tasas de interés, y no solo una como en el modelo neokeynésiano: hay tasas de préstamos (activas), tasas de depósitos (pasivas), tasas de los bonos del gobierno, tasas en dólares y tasas en soles. Queda pendiente entender cómo es que la política monetaria influye en cada una de estas. Para mí, el factor más importante en la transmisión de política monetaria es que el banco central tiene el monopolio sobre la oferta de reservas y, al inyectar más reservas en el sistema, en dólares o soles, altera distintas fricciones que enfrentan los bancos, y eso hace que se muevan las distintas tasas en la economía. La cantidad de dinero es clave, razón por la cual es necesaria una reconciliación entre el modelo neokeynésiano y las estadísticas monetarias.

A partir de la Gran Recesión del año 2008 y más aún con la crisis de la COVID-19, hemos atestiguado que las hojas de balance de los principales bancos centrales del mundo se han expandido muchísimo. La figura 1 presenta algunas de estas expansiones. Los bancos centrales inyectaron enormes cantidades de liquidez para comprar activos privados o del sector público. Estas acciones dejan muchas preguntas abiertas; por ejemplo, hoy se discute si son estas grandes compras las que han generado las presiones inflacionarias que afectan la economía global. Otro tema relacionado es si la política monetaria de compra de activos puede enfocarse en sectores específicos; es decir, si importa qué activos se compran o si son todos equivalentes porque hay un solo pasivo del banco central. Por otro lado, los bancos centrales también han adoptado instrumentos derivados como las repos.

En el caso de economías abiertas, el Perú ha sido líder en innovación de instrumentos, como se documenta en Rossini (2016). Algo que siempre escuchamos es que las operaciones de intervención cambiaria en el Perú se esterilizan, pero no hay ningún lugar para la esterilización en nuestros modelos. Asimismo, el Perú ha sido innovador en el uso de requerimientos de encaje diferenciados por monedas. Es interesante reflexionar sobre que varias de las operaciones que adoptaron los bancos centrales en los últimos diez o doce años en realidad eran muy parecidas a las que ya estaba haciendo el Perú veinte años atrás, a principios de los años 2000.

Para cerrar este conjunto de preguntas de economía abierta, quiero referirme a los efectos de la política monetaria dirigida al control del tipo de cambio: ¿cómo es que el Perú ha podido estabilizar simultáneamente el tipo de cambio y, a la vez, mantener un esquema de metas de inflación? La teoría clásica de economía internacional dice que hay una trilogía imposible: no puedes tener estabilidad cambiaria e inflacionaria sin controles de capitales. El Perú no tiene controles de capital, pero ha podido mantener la estabilidad en ambas. Entonces, quiero abordar por qué ello resultaría posible y lo haré conectando esta pregunta con las anteriores.

Figura 1
Hojas de balance de los principales bancos centrales (enero 2012 = 100)



Fuente: Bancos centrales. Elaboración propia.

Lo primero que haré en este capítulo es mostrar que el marco teórico líder para entender la política monetaria, el modelo nekeynesiano, en realidad puede enseñarnos muy poco sobre estas preguntas y, si lo hace, funciona de forma muy parecida al *forward guidance*. Es decir, funciona a través de las expectativas que son un canal bastante tenue. Es muy difícil aceptar que las políticas de compra de activos tengan un efecto muy grande en la economía y en las tasas de interés simplemente porque nos dicen qué va a pasar mañana con el déficit fiscal.

Se desprende la necesidad de una perspectiva mucho más amplia, en la cual la segmentación de mercados, esto es, la idea de que hay agentes distintos en la economía, esté en el corazón de cómo opera la política monetaria. Me parece importante tomar en serio a la banca y la implementación de las políticas para entender estos conceptos. Considero que esta es la razón fundamental por la cual, de manera intuitiva, los banqueros centrales de nuestro país han mirado por décadas las estadísticas bancarias y monetarias en paralelo a los modelos, aun cuando había un divorcio entre ambos. Así, ofreceré una perspectiva algo distinta de la tradicional sobre cómo entender la política monetaria, basada en mi experiencia en el BCRP.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera. En la segunda sección, presento un esquema para entender la política monetaria basado en la transmisión a través de los bancos. En la tercera sección, uso este marco para abordar las preguntas que he expuesto. En la cuarta sección, presento algunos resultados adicionales. Reservo la última sección para mis conclusiones.

2 Marco de la nueva perspectiva

En esta sección presento el marco conceptual. Partimos de un mundo donde los mercados están segmentados, es decir, que hay un mercado de préstamos y hay un mercado de depósitos separado del primero. Se necesita intermediación bancaria para conectar estos mercados. En este mundo, los hogares no pueden prestar directamente a las empresas, esa es la única clave. Entonces, podemos pensar que hay una oferta de depósitos que podemos considerar exógena. Existen distintas maneras de microfundamentar esta oferta que simplemente indica que a medida que subimos la tasa de interés de depósitos habrá una mayor cantidad real de depósitos en equilibrio. Por el lado de las empresas, tendremos una demanda por préstamos y esta curva de demanda tendrá una pendiente negativa. Entonces, mientras que la tasa de interés de préstamos suba, la cantidad de préstamos cae.

En este mundo, el banco central escoge la tasa de interés que se paga sobre sus pasivos, una tasa interés de reservas. Si deducimos de esta tasa de interés nominal la inflación, tendremos una tasa real sobre los pasivos del banco central. Podemos tomar esto como una expectativa, es decir, como el valor esperado del retorno de los pasivos del banco central. Esta es la tasa de interés que aparece como la única relevante en los modelos nekeynesianos, R^m . En el mundo que describo, sin embargo, va a importar también la cantidad de reservas que tiene el sistema y, por tanto, hay dos instrumentos: la cantidad de reservas y el interés que paga el banco central por estas reservas.

El banco central enfrenta una restricción presupuestaria. Paga una tasa de interés nominal sobre sus pasivos y puede emitir más reservas en el tiempo. El déficit de los pagos que debe realizar será cubierto ya sea vía transferencias o con ingresos que genera por la ventanilla de descuento. ¿Qué son estas transferencias? Existe una conexión entre los pasivos del banco central con “la maquinita”, por lo que las transferencias, en términos reales, pueden pensarse como créditos del banco central al gobierno, como ocurría en el Perú de los años ochenta.

Los bancos privados serán los intermediarios entre la oferta de depósitos y la demanda por créditos. Este banco va a tener un poco de capital y puede fondearse con depósitos. El banco usa estas fuentes de recursos de tres formas: (1) comprar reservas del banco central, (2) hacer préstamos y (3) pagar dividendos. El banco

privado tiene como objetivo maximizar el valor presente de su portafolio, es decir, el pago de dividendos más el valor esperado descontado en el tiempo de su portafolio futuro. Este portafolio está compuesto por préstamos y reservas en el activo y por depósitos como pasivos. Estos componentes tienen distintas tasas de retorno.

En un mundo sin fricciones nominales ni financieras, sin costos de intermediar, la oferta iguala a la demanda: la tasa de interés a los préstamos será igual a la tasa de interés de depósitos. Estas tasas además serán iguales a la tasa de interés real de política monetaria que, a su vez, será igual a una tasa natural de interés o de descuento. El arbitraje equipara todas las tasas a la tasa natural. Por ello, cualquier movimiento de tasas nominales se verá reflejado inmediatamente en la inflación esperada, de modo que la tasa real de política monetaria se mantenga constante.

Si bien este marco es un punto de partida, debemos incorporar fricciones para darle más realismo. Pensemos ahora en un mundo donde existen fricciones entre los bancos. Existe un retorno de portafolio, pero igualmente existen costos para saldar posiciones o *settlement costs*. Pensemos que los clientes de los bancos realizan pagos con sus depósitos a clientes de otros bancos con alta frecuencia. Entonces, los depósitos van a circular entre los bancos y puede pasar que distintos bancos se queden largos en reservas o cortos en reservas. Por esta razón, con cierta probabilidad, el banco que tiene un nivel de reservas M sufre una salida de depósitos por el monto δ y, con una probabilidad también de un medio, tiene una entrada de depósitos por δ . Luego de que los bancos sufran estas variaciones, una fracción de los bancos se quedará con saldos negativos en el banco central y otros, con saldos positivos.

Los bancos privados están obligados a saldar sus posiciones en el banco central al final del día. Es decir, los saldos negativos deben llegar a cero. Entonces, aparece el riesgo de liquidez. Si un banco termina con un saldo negativo en el banco central, sufre una penalidad. Por otro lado, si un banco termina con un saldo positivo, se le paga una tasa de interés. Estos costos y beneficios dan lugar a un mercado interbancario donde los bancos en negativo buscarán prestarse de los bancos en positivo. Debido a que este mercado presenta fricciones, porque los bancos no siempre confían en su contraparte o se caen las negociaciones, la probabilidad de hallar financiamiento en el mercado interbancario dependerá de la liquidez agregada. A su vez, esta liquidez será determinada endógenamente, esto es, los propios bancos decidirán cuánto riesgo de liquidez toman en función de cuánto crédito deciden otorgar.

Lo importante es que, al existir este costo de intermediación, el equilibrio al que llegamos en el mundo sin fricciones se rompe. Las tasas de interés a los préstamos R^l y a los depósitos R^d dejarán de ser iguales. Ahora tendremos una tasa de interés de préstamos mayor que la de depósitos. La tasa de interés de préstamos se equipara

a la tasa natural R^n , aunque la tasa de depósitos va a ser un poco más baja porque cada vez que los bancos emiten un depósito saben que los depósitos se le pueden ir, y por esa razón pueden terminar con una posición negativa en el banco central y tener que pedir prestado a una tasa de interés de castigo.

Entonces dos componentes afectarán el equilibrio: (1) el servicio de liquidez y (2) el riesgo de liquidez:

$$R^l = R^m + \frac{1}{2} \underbrace{[\chi^+ + \chi^-]}_{\text{servicio de liquidez}} = R^d - \frac{\delta}{2} \underbrace{\chi^-}_{\text{riesgo de liquidez}} .$$

Utilizamos la función, χ , para denotar estos costos. Ahora, con las fricciones presentadas la condición de no arbitraje indicará que las tasas de interés deben ser compensadas por el riesgo de liquidez. Obtenemos, así:

$$R^n = R^l > R^d > R^m .$$

Si observamos, la tasa de interés a los préstamos está fija y será la misma que la tasa natural, determinada por el parámetro de descuento intertemporal. La razón es que los bancos pueden levantar capital y elevar su patrimonio fácilmente. Por su parte, el *spread* entre la tasa de préstamos y la tasa de política monetaria ($R^l - R^m$) viene dado por el servicio de liquidez y las expectativas de inflación. Entonces, ¿qué pasaría si el banco central, como hacía el BCRP en los años ochenta, inyecta liquidez al sistema para prestarle dinero al gobierno central? Si dejamos fija la tasa de interés de política monetaria al momento de inyectar dinero al sistema, suben los precios y el servicio de liquidez permanece constante. Los depósitos reales están constantes, pero todo nominalmente viene subiendo por estos maquinazos, que en inglés se conocen como *helicopter drops*. Entonces, en esta política monetaria al estilo de los años ochenta, sin cambios en el servicio de liquidez, los incrementos en la cantidad de dinero se trasladan directamente a la inflación.

Otra pregunta que nos podríamos hacer es ¿qué pasa si en lugar de hacer transferencias al gobierno central, que terminan siendo inyecciones de dinero a toda la economía a través del gasto del gobierno, compran activos privados como lo han venido haciendo desde 2008 y como se ha venido acentuando en la crisis de la COVID-19? Nótese que sin supuestos adicionales caeremos en el mismo equilibrio: si el servicio de liquidez permanece constante, todo se irá a inflación. Entonces, las compras de activos con inyecciones de liquidez serán iguales a la maquinita.

Considere la experiencia de la Reserva Federal desde la Crisis Financiera Global. Vemos un tremendo incremento en los activos que mantenía el banco central y

la correspondiente inyección de dinero al sistema. De hecho, hubo un aumento enorme en la liquidez que tenía el sistema bancario americano casi con un múltiplo de 4. Aquí, la pregunta es ¿qué es lo que estaba pasando en ese momento que no hizo que el nivel de precios se multiplicara por 4? Desde 2009 hasta 2020 no ha habido una presión inflacionaria como la que hemos visto durante 2021. ¿Qué cambia en esta versión del modelo que nos dice que una compra de activos equivale al uso de la maquineta como en el Perú de los años ochenta? ¿Cómo puede ser que en el Perú vivimos una hiperinflación cuando se inyectó dinero al sistema, pero en Estados Unidos el incremento de 400 % en la cantidad dinero no gatilló una subida en el nivel de precios?

Aquí me baso en uno de mis trabajos, Bianchi y Bigio (2022). Podemos pensar que hay un mundo donde el patrimonio de los bancos está fijo y no pueden levantar capital muy rápido y para simplificar las cosas es un mundo donde, en el corto plazo, por lo menos los bancos no pagan dividendos. Entonces, fijamos los pasivos de la banca privada, tanto patrimonio como depósitos. Con este supuesto, un aumento de la cantidad de dinero, acompañado de una compra de préstamos, tiene efectos en la tasa de interés. Dado que la tasa de interés real está fija, las inyecciones de liquidez al sistema bancario no son neutrales, no se van completamente a los precios, sino que pueden generar un efecto sobre la cantidad real de reservas que tienen los bancos a través de una caída en la prima por liquidez, lo que hace que el volumen de depósitos pueda subir porque se hace menos costoso emitir depósitos a la vista, ya que los riesgos de liquidez son más bajos. Por ende, en lugar de ser un mundo donde la presión de la inyección de liquidez se va a los precios, es un mundo en que la tasa de interés pasiva cae. Así, baja el *spread* entre la tasa pasiva y la tasa activa. Creo que este es el mundo en el cual vivíamos en 2009.

Nos podemos preguntar ¿podría ser que la inflación que observamos está siendo generada por los instrumentos de política monetaria y no por las restricciones de oferta como los problemas en la cadena de suministro? ¿Hay riesgo de inflación global? Lo que sabemos hoy día es que los bancos privados están plagados de liquidez y eso altera el mercado interbancario. En este caso, la prima por liquidez es cero y, por tanto, el efecto de las compras de activos no tienen efectos. Al no haber una prima por liquidez, los depósitos de la banca privada y los activos en el banco central se vuelven dos activos idénticos. A esto se le conoce como la “neutralidad de Wallace” (Wallace, 1981) y es una forma de “trampa de liquidez”.

En conclusión, las operaciones de mercado generarán presiones inflacionarias cuando casi no hay neutralidad de Wallace y las tasas de interés a los préstamos se hayan vuelto bastante más elásticas. Esto es, donde haya mucha de competencia en el mercado crediticio fuera del sistema bancario que haga que la tasa de interés sea híper elástica y que los bancos no estén saciados de reservas.

Hoy día, lo que deberíamos mirar para buscar si es que realmente los bancos centrales son los responsables de la presión inflacionaria que estamos viendo es si ha subido, por ejemplo, el volumen de depósitos. Esta es una manera bastante más general de pensar la política monetaria porque nos dice que hay distintas condiciones bajo las cuales operaciones de mercado abiertas son inflacionarias, y otras bajo las cuales no lo son. Si miramos los agregados de depósitos, estos se han disparado. Esto nos permite entender el mundo de hoy, qué es lo que pasaba en 2008, y qué es lo que pasó en el Perú hace treinta años.

3 Política monetaria dirigida

Podemos abordar otras preguntas usando este marco conceptual. Por ejemplo, estudiemos aquello a lo que llamo “política monetaria dirigida” o *directed monetary policy*. Para pensar en esta pregunta podríamos regresar a nuestro problema de portafolio, un problema idéntico, pero podríamos añadir activos de distinto tipo. Primero, un papel del gobierno de corto plazo. Luego, bonos del gobierno a treinta años. Estos bonos son muy parecidos, aun cuando tienen tasas de retorno distintas.

Vamos a permitir que estos bonos se usen también para saldar posiciones en el mercado interbancario. Entonces, hay un activo adicional a las reservas que es este bono del gobierno que constituye una alternativa imperfecta a las reservas para saldar posiciones. Estos bonos van a tener una tasa de retorno mayor que la tasa de reservas, aunque menor que la de préstamos.

Podemos pensar en un bono, igualmente del gobierno, pero que simplemente no se puede usar en el mercado interbancario porque es un ilíquido y de largo plazo. Tendremos entonces una curva de rendimientos que podrá ser alterada por el banco central. En la teoría clásica, los bancos centrales también mueven la curva de rendimientos aunque solo a través del canal de expectativas de lo que sucederá con el déficit fiscal, si hay una violación a la equivalencia Ricardiana. El canal de liquidez es distinto. Para activar este nuevo canal necesitamos que el banco central absorba el riesgo del sistema privado, lo que es algo bastante difícil de generar en el modelo y que el modelo neokeynesiano no tiene. El banco central ahora puede mover la curva de rendimiento alterando el *mix* de activos líquidos en la economía. Esto no tiene que ver con el riesgo de los activos, sino con las propiedades de liquidez de los distintos bonos.

Otra pregunta interesante es ¿qué pasa con un programa como Reactiva Perú? ¿Por qué tendría efectos? Reactiva es un programa por el cual el BCRP otorga liquidez a la banca a cambio de cartera de los bancos privados, garantizada por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Para estudiarlo en nuestro marco,

podemos añadir dos tipos de créditos o bonos, por ejemplo, un bono i y un bono j . Ahora el banco central permite que ciertos bonos, ciertos préstamos, hasta un límite, se puedan saldar en el mercado de repos y, con ello, los bancos pueden saldar su liquidez. Entonces, si el banco central hace política monetaria a través de la compra de ciertos activos, va a funcionar y va a tener efectos particulares sobre esos activos. Para que eso funcione necesita que el mercado esté segmentado, que haya ciertas propiedades del activo i para ser usado en el mercado interbancario, y que el banco central permita que se pueda usar para una operación repo. El banco central puede hacer enfocarse en el sector o segmento en el que desea tener un impacto. Si bien la política dirigida es efectiva, el banco puede estar entrando en un juego políticamente peligroso porque no queremos que haya política que se dirija a ciertos sectores. Se entiende recurrir a ella en situaciones como la crisis de la COVID-19, pero no es deseable en tiempos normales.

Esto nos permite entender cómo es que la política monetaria pudo tener efectos para extender la liquidez en ciertos segmentos. En retrospectiva, quizás el banco central pudo haber dirigido un poco más el crédito hacia las pequeñas y microempresas que contrataban más o pudieran experimentar mayores problemas de liquidez. Se pudo diseñar un programa con dos formas de colateral con coeficientes distintos, uno para las PYME y uno para las grandes empresas. Actualmente, estamos trabajando un programa de este tipo con el Banco Central Europeo para pensar en los diversos efectos de sus operaciones.

El programa Reactiva hacía más que afectar el riesgo de liquidez. A través de la garantía del MEF, incluso afectaba aspectos de riesgo crediticio. Cuando incorporamos efectos adicionales como la absorción de riesgo patrimonial, llegamos a resultados distintos que también podemos estudiar con este enfoque.

4 La nueva perspectiva en una economía abierta

En esta sección discuto políticas específicas para una economía abierta. El Perú ha sido líder en cuanto a la innovación en instrumentos acordes con la perspectiva que presento. La primera pregunta es ¿cuáles son los efectos de la acumulación de reservas internacionales? En el modelo estándar no podemos tener política monetaria y política cambiaria independiente. En el Perú sabemos que sí es posible y sabemos que la política cambiaria viene acompañada de esterilizaciones. Nos podemos preguntar ¿cómo es que la funciona la esterilización? ¿Cuál es el efecto de los requerimientos de encaje diferenciados por monedas? ¿Por qué nos interesa?

Estos son resultados que he venido trabajando en años recientes y que presento por primera vez. La pregunta clave es ¿cómo es que el Perú pudo tener cierto control cambiario y control de metas de inflación sin cumplir esto que se llama la

trilogía imposible? ¿Cómo es que lo ha hecho por décadas? Pensemos nuevamente en la restricción presupuestaria del banco central. La única innovación sobre la sección anterior es que vamos a introducir un activo en dólares, que son las reservas internacionales. Si a esta variable la multiplicamos por el tipo de cambio y la dividimos entre el nivel de precios es una cantidad en términos reales, y eso va a tener su propia tasa de interés. Estos son activos que el banco central puede adquirir simplemente inyectando su propio pasivo.

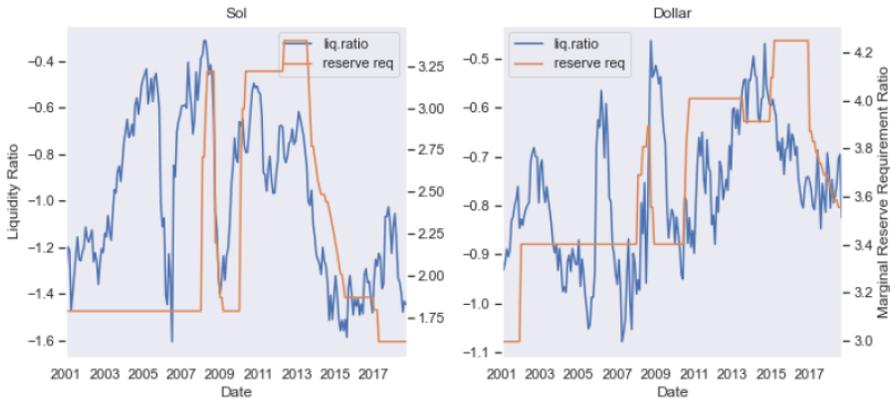
Además, introducimos reservas en dólares de los bancos privados en el banco central y depósitos del público en moneda extranjera dentro de los bancos privados. Así, de la misma forma en se debe saldar la posición en moneda doméstica, hay que saldar posiciones en moneda extranjera. Más aún, podemos añadir un objeto adicional que son los encajes en dólares: la tasa de encaje ρ indica que un banco va a tener una posición más pequeña en el banco central si es que por cada dólar que emite de pasivos de depósitos se le pide que mantenga una cantidad ρ adicional a las reservas que mantienen. El encaje le resta a la posición que tiene el banco. Podemos pensar también que hay inversionistas internacionales que buscan inyectar liquidez en dólares al banco peruano.

Ahora, para pensar en las políticas cambiarias necesitamos que el capital no se mueva de inmediato desde el resto del mundo hacia el Perú. Es decir, que cuando hay un diferencial de tasas en el Perú no vengan los capitales inmediatamente, sino que este sea un proceso paulatino. Entonces, si hay un diferencial positivo de tasas de interés en términos reales entre los depósitos y lo que pagan los activos internacionales, esto atraerá liquidez extranjera al país lentamente.

En realidad no hay mucha diferencia entre si se invierte en soles o en dólares en depósitos en el Perú, pero sí tiene que haber un diferencial con lo que pagan los activos internacionales. Así pues, necesitamos que estos inversionistas internacionales como *hedge funds* que están buscando constantemente oportunidades de ahorro en el Perú no cierren de forma inmediata el diferencial de tasas invirtiendo en soles o dólares en depósitos dentro del Perú. Entonces, siempre y cuando el mercado de capitales no sea perfectamente móvil, se rompe la trilogía imposible. Ya no se requieren controles de capitales como se explica en el modelo clásico. Simplemente se necesitan algunas fricciones naturales o físicas que impidan que el capital se mueva en un abrir y cerrar de ojos.

Acá quiero hablar de dos resultados que emergen de este marco. El primero es que si fijamos la tasa de interés de préstamos, como en el modelo anterior, los bancos podrán levantar capital de manera muy fácil y rápida. Aquí, un incremento de las compras de dólares del banco central se va inmediatamente al tipo de cambio y presiona los precios en soles. Sin embargo, cuando abrimos ese diferencial de tasas como lo hicimos en el caso de economía cerrada y, de pronto, los bancos no pueden

Figura 2
Encajes y ratios de liquidez



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

levantar patrimonio muy rápido, la tasa de interés de préstamos tiene un grado inelástico o semi elástico. Aquí empieza a tener sentido la esterilización. Existe en este mundo la posibilidad de comprar dólares de forma tal que se inyecten soles a la economía y se gatille un aumento en la prima por liquidez en moneda extranjera. Con ello, el valor del dólar relativo al sol se incrementa. Cuando el banco central esteriliza esta compra, inyectando bonos del gobierno o inyectando préstamos, se logra una depreciación de la moneda local pero manteniendo el nivel de precios constantes en soles. Entonces, podemos racionalizar la estabilización cambiaria, algo que se ha hecho en el Perú por décadas.

El segundo resultado es que una economía que emite pasivos en dólares y exhibe un alto grado de dolarización puede implementar una política monetaria y una cambiaria independiente. Igual existen costos dados por un diferencial en las tasas de interés de pasivos que paga el país versus los activos. Esto hace que haya un diferencial de tasas y le cueste al país, en términos de la cuenta corriente. El país termina pagando por dos activos denominados en dólares: uno es un pasivo dentro del país y otro es un activo del país que está pagando una tasa menor.

Ahora estudiemos los efectos de incrementar el encaje en dólares. Al incrementarlo, sube el tipo de cambio pues el dólar se hace más escaso. Así, aumenta la cantidad demandada por liquidez o el ratio de liquidez de los bancos y cae la cantidad de depósitos en dólares. El problema principal no es que se limite la política monetaria, sino que esta operación conlleva costos reflejados en el diferencial entre las tasas que recibe y que paga el país por activos externos. En la figura 2 vemos el

efecto de los encajes en dólares. En la línea naranja, se evidencia que siempre que suben los encajes en dólares, el ratio de liquidez en los bancos ha subido, lo cual indica que hay más demanda por activos líquidos por el lado de los bancos. Esto significa que hay más costos de emitir depósitos, y eso hace que caiga la tasa de depósitos en dólares y que sean menos atractivos los depósitos.

5 Conclusiones

En este capítulo les he presentado una nueva perspectiva sobre cómo podemos racionalizar la política monetaria. Esta perspectiva ha estado muy influenciada por lo que se ha hecho en el BCRP en los últimos años, que se ha ubicado en la vanguardia de la política monetaria a nivel mundial. No es solo por la conquista y el control de la inflación, que ha sido un éxito evidente, sino también por el manejo y el desarrollo de instrumentos que se han anticipado a la teoría.

El equipo del BCRP ha avanzado gracias a una gran intuición económica, acompañado con algo de teoría, pero sin que existiera la teoría que les diga exactamente cómo es que funcionaban estas operaciones. Ha tenido la valentía y la virtud de anticipar estos efectos, seguir probando, investigando y experimentando cómo funcionan estos instrumentos. Renzo Rossini lideró en su momento este equipo y, por ello, lo recordaré siempre.

Referencias

- Bianchi, J., & Bigio, S. (2022). Banks, liquidity management, and monetary policy. *Econometrica*, 90(1), 391-454.
- 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.
- Wallace, N. (1981). A Modigliani-Miller theorem for open-market operations. *American Economic Review*, 71(3), 267-274.

Sobre los autores y editores

Enrique Alberola

Asesor en el Banco de Pagos Internacionales (BIS) de economías emergentes. Fue Jefe de la Oficina del BIS en las Américas. Antes fue Coordinador Ejecutivo de la Dirección General de Asuntos Internacionales del Banco de España, y docente en la Universidad Autónoma de Madrid, la Universidad Carlos III, el Instituto Ortega y Gasset, la Universidad de Valencia, la Universidad de Salamanca y el Centro de Investigación y Docencia Económicas en Ciudad de México. Es especialista en macroeconomía financiera internacional y ha publicado numerosos artículos en revistas y libros especializados. Es Licenciado por la Universidad de Valencia y Doctor en Economía por el Instituto Universitario Europeo de Florencia.

José Berróspide

Jefe de la sección bancaria en la División de Estabilidad Financiera de la Reserva Federal de los EE. UU., donde labora desde hace 15 años. Antes de ello, trabajó en la Gerencia de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú. Es experto en temas de estabilidad financiera y realiza investigación en temas relacionados con los sistemas financieros y regulación bancaria. Sus publicaciones al respecto aparecen en reconocidas revistas como *Journal of Money, Credit and Banking*, *Journal of Financial Stability*, *International Journal of Central Banking*, entre otras. Es ingeniero economista de la Universidad Nacional de Ingeniería y PhD in Economics por la University of Michigan.

Saki Bigio

Profesor asistente del Departamento de Economía de la University of California at Los Angeles. Su trabajo académico se enfoca en el nexo teórico y cuantitativo entre liquidez en los mercados financieros, crédito, sistemas de pago y macroeco-

nomía. Actualmente es Research Scholar de la Reserva Federal de San Francisco, y fue profesor asistente de Columbia Business School. Su investigación ha sido publicada en las revistas científicas más prestigiosas de economía como *Econometrica*, *American Economic Review* y *Quarterly Journal of Economics*. Es economista de la Universidad del Pacífico y PhD in Economics por New York University.

Guillermo A. Calvo

Profesor de economía de la Universidad de Columbia y ex-Economista Jefe del Banco Interamericano de Desarrollo. Ha recibido numerosas distinciones entre las que destacan el Premio Rey Juan Carlos en Economía, Fellow de la Econometric Society y la American Academy of Arts and Sciences. Desde este año, el *Journal of International Economics* ofrece el premio bianual “Calvo Award” en honor a su trayectoria. Su labor científica se centra en temas de liquidez y mercados de capitales, especialmente en lo que se refiere a mercados emergentes, y se materializa en más de una centena de artículos en las más prestigiosas revistas internacionales. Su último libro se titula *Macroeconomics in times of liquidity crises: Searching for economic essentials* (MIT Press).

Luis Carranza

Director del Instituto de Gobierno y de Gestión Pública de la Universidad San Martín de Porres. Ha sido ministro de Economía y Finanzas en dos ocasiones, además de viceministro de Hacienda y director del Banco Central de Reserva del Perú. En el ámbito multilateral, fue presidente ejecutivo de la Corporación Andina de Fomento y economista del Fondo Monetario Internacional. En el ámbito privado, fue director en varias empresas peruanas y del extranjero, economista jefe para América Latina y Mercados Emergentes del BBVA, y profesor de la Maestría de Economía de la Universidad de Navarra. Sus artículos científicos aparecen en revistas especializadas como *Journal of Development Economics*, *Journal of International Money and Finance*, *IMF Staff Papers*, entre otras. Es PhD in Economics por University of Minnesota.

Roberto Chang

Distinguished Professor of Economics de Rutgers University e investigador asociado al National Bureau of Economic Research. Fue profesor en NYU, Princeton, Columbia y LSE, e investigador en la Reserva Federal de Atlanta. Sus contribuciones científicas en los campos de economía internacional, políticas monetaria y

cambiaría, y crisis financieras son ampliamente citadas y han tenido un impacto significativo tanto en el debate académico como en la práctica y el diseño de la política económica. Ha recibido numerosos reconocimientos y honores, y es convocado con frecuencia como asesor y consultor de bancos centrales e instituciones financieras internacionales. Es PhD in Economics por University of Pennsylvania.

José De Gregorio

Profesor titular y Decano de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile. Es también nonresident senior fellow del Peterson Institute for International Economics. En Chile, fue presidente del Banco Central (condecorado por *The Banker*), Ministro de tres carteras (Economía, Minería y Energía), y director de varias empresas privadas. En el ámbito internacional, fue economista del departamento de investigaciones del Fondo Monetario Internacional e investigador visitante del Banco Mundial y de la escuela de negocios de la University of California at Los Angeles. Es autor de cuatro libros, siendo el más reciente *IMF reform: The unfinished agenda*, y de más de 100 artículos publicados en revistas académicas internacionales. Es Magíster en Ingeniería por la Universidad de Chile y PhD in Economics por el Massachusetts Institute of Technology.

Oscar Hendrick

Asesor Senior del Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) representando al Perú por encargo del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Fue economista senior del FMI y ha tenido a su cargo varios países latinoamericanos y del Caribe. Fue Chairman del Bureau del Intergovernmental Group of Twenty-Four - G24. En el Perú, fue Jefe del Departamento de Deuda Externa del BCRP, Director General de Crédito Público en el Ministerio de Economía y Finanzas, Director del Banco de la Nación, entre otros cargos públicos. Fue docente de la Pontificia Universidad Católica del Perú y de la Universidad del Pacífico. Es Economista por la Universidad del Pacífico y tiene una Maestría y una candidatura doctoral en Rice University.

Socorro Heysen

Superintendente de Banca, Seguros y AFP. Es miembro de la Junta Directiva de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas y del Consejo Directivo del Toronto Centre. Antes fue Superintendente encargada y Superintendente Adjunta de Banca. Además, ha sido subgerente del Sector Monetario y asesora del Gerente

General en el Banco Central de Reserva del Perú. También fue subgerente de la División de Regulación y Supervisión Bancaria del Fondo Monetario Internacional. En el ámbito privado, ha sido gerente general adjunta de Financiera Confianza de la Fundación BBVA. Es Economista de la Pontificia Universidad Católica del Perú y Master in Economics por la University of California at Los Angeles.

Ricardo V. Lago

Consultor económico y financiero. Ha sido alto funcionario del European Bank for Reconstruction and Development, Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo. También fue director de Política Económica de la Secretaría de Hacienda de México. Ha sido profesor de la Universidad del País Vasco y profesor visitante de varias universidades. Ha publicado artículos de investigación en revistas especializadas y varios libros. De particular interés para el Perú es el artículo “Peru’s heterodox experience” sobre la hiperinflación, en el libro *The macroeconomics of populism in Latin America*. Es licenciado en economía por la Universidad del País Vasco y Magíster en Economía por la Universidad de California, los Ángeles. Cuenta con estudios doctorales en ambas universidades.

Luis Gonzalo Llosa

Es Gerente de Estrategia de Inversión de Prima AFP. Trabajó en Rímac Seguros, Profuturo AFP, Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Es profesor de Centrum PUCP y participa con frecuencia como docente de los cursos de extensión del BCRP. Sus investigaciones se enfocan en ciclos económicos internacionales y política monetaria, y han sido publicadas en revistas como *Journal of Money, Credit and Banking*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, entre otras. Además, cuenta con un blog en Semana Económica. Es economista por la Universidad del Pacífico y PhD en Economía por la University of California at Los Angeles (UCLA).

Norman Loayza

Director del Grupo de Indicadores Globales en la Vicepresidencia de Economía del Desarrollo del Banco Mundial. Antes dirigió el centro asiático del Development Research Group y fue director del World Development Report. Su investigación abarca varias áreas de desarrollo económico y social, incluyendo crecimiento económico, macroeconomía y el clima de negocios, y ha sido publicada en prestigiosas revistas internacionales. Es PhD en Economía de Harvard University.

Marco Ortiz

Profesor del Departamento Académico de Economía de la Universidad del Pacífico. Cuenta con experiencia docente en la Escuela de Postgrado de la Universidad del Pacífico en la Maestría en Economía, y se desempeñó como Subgerente de Diseño de Política Monetaria y Jefe del Departamento de Modelos Macroeconómicos en el Banco Central de Reserva del Perú. Asimismo, fue Consultor y Asociado Profesional en el Banco Mundial. Es economista por la Universidad del Pacífico y PhD en Economía y Magíster en Investigación en Economía por la London School of Economics and Political Science.

Carlos Parodi

Profesor principal de la Facultad de Economía y Finanzas y de la Escuela de Postgrado de la Universidad del Pacífico. Ha sido Jefe del Departamento Académico de Economía de esa casa de estudios. Sus áreas de interés son la política económica, la política social, las crisis financieras internacionales, el desarrollo económico de América Latina y la gerencia social, temas sobre los cuales ha publicado diversos libros de amplia difusión, siendo el último de ellos *Los laberintos de América Latina. Economía y política, 1980-2016*. Además, es conocido por su labor de comunicador de temas de economía en diversos medios locales. Es economista por la Universidad del Pacífico y MA en Economía por Georgetown University.

Julián Parra

Investigador Senior de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República de Colombia. Ha sido editor de la Revista Ensayos sobre Política Económica y docente en la Universidad del Rosario y la Universidad Nacional de Colombia (UNAL). Sus investigaciones están enfocadas en temas macroeconómicos, principalmente en política monetaria y comunicación de los bancos centrales, y han sido publicadas en diferentes revistas internacionales como *International Journal of Finance & Economics*, *Economic Modelling*, entre otras. Es economista por la UNAL y MPhil y PhD in Economics por la University of Cambridge.

Hugo Perea

Economista Jefe para Perú en BBVA Research y docente universitario, a nivel de pregrado y posgrado, de cursos de macroeconomía, teoría monetaria y economía bancaria. Ha sido Viceministro de Economía en el Ministerio de Economía y Fi-

nanzas del Perú, y jefe de los departamentos de Análisis y Programación Financiera y de Modelos Económicos en el Banco Central de Reserva del Perú. Es economista por la Pontificia Universidad Católica del Perú y Master in Economics por la London School of Economics. Además, ha seguido cursos de especialización en la Universidad de Harvard, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la Reserva Federal, entre otras instituciones internacionales.

Andrew Powell

Asesor principal en el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Ha sido investigador visitante en el Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional y la Universidad de Harvard. Fue economista jefe del Banco Central de Argentina. Ha desempeñado labores docentes y administrativas en la Universidad Torcuato Di Tella, University of London, University of Warwick y Nuffield College, Oxford. Ha publicado numerosos artículos académicos en prestigiosas revistas internacionales en temas como mercado de materias primas, administración de riesgos, regulación bancaria y finanzas internacionales. Llevó a cabo sus estudios de pregrado, maestría y doctorado en la University of Oxford.

Liliana Rojas-Suárez

Investigadora principal del Center for Global Development, presidenta del Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros, y profesora e investigadora en la School of International and Public Affairs de Columbia University. Fue Economista Jefe para América Latina del Deutsche Bank, Asesora Principal del Economista Jefe del BID y subjefa de la División de Mercados de Capitales del FMI. Ha publicado extensamente en revistas especializadas como *Journal of International Economics*, *Journal of Development Economics*, *IMF Staff Papers*, entre otras, y es autora o editora de casi una docena de libros. Su trabajo es citado frecuentemente en la prensa internacional como *Financial Times*, *Wall Street Journal*, *Washington Post* y *CNN en Español*. Es PhD in Economics por University of Western Ontario.

Klaus Schmidt-Hebbel

Consultor, asesor y conferencista internacional. Profesor Titular de la Universidad del Desarrollo, Profesor Titular de la Pontificia Universidad Católica de Chile (UC) y Profesor Asociado de la Universidad de Chile. En el ámbito internacional, fue Economista Jefe de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), Director del Departamento Económico de la OCDE (París, 2008-09)

y Economista Principal del Departamento de Investigación del Banco Mundial. En Chile, fue Presidente del Consejo Fiscal, Presidente del Comité Financiero de Fondos Soberanos, Director General del Grupo Res Pública, Presidente del Club Monetario y Gerente de Investigación Económica del Banco Central. Ha publicado 16 libros y cientos de artículos científicos en revistas internacionales. Ingeniero Comercial, Licenciado y Magíster en Economía de la UC, y PhD en Economía del Massachusetts Institute of Technology.

Marco E. Terrones

Profesor principal del Departamento de Economía de la Universidad del Pacífico. Anteriormente se desempeñó como asistente del director, jefe de división, y economista principal en el Departamento de Investigación del Fondo Monetario Internacional. Ha investigado extensa y prolijamente sobre macrofinanzas internacionales. Sus contribuciones han sido muy influyentes en la academia y referidas con frecuencia en importantes medios internacionales como *The Economist*, *Financial Times*, *Wall Street Journal* y *New York Times*. Su investigación ha sido publicada en las revistas científicas más prestigiosas de economía. Es PhD in Economics por la University of Wisconsin, Madison.

Vicente Tuesta

Fue Gerente General y Gerente de Inversiones de AFP Profuturo, Gerente de Estrategia de AFP Prima, Chief Economist de Deutsche Bank Perú, y Subgerente de Investigación del Banco Central de Reserva del Perú. Ha investigado temas de macroeconomía internacional y política monetaria, y sus publicaciones científicas aparecen en revistas como *Journal of Monetary Economics*, *Journal of Money Credit and Banking*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, entre otras. Es Economista por la Universidad del Pacífico y PhD en Economía por New York University.

José Valderrama

Experto en política fiscal y deuda pública. Fue miembro del Grupo de Estudios para el Fortalecimiento de la Gestión de las Finanzas Públicas, director del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), asesor del ministro de Economía y Finanzas (MEF), gerente de Estudios Económicos del BCRP, director general de Asuntos Económicos del MEF y director de Cofide. Ha sido economista principal de Apoyo, investigador del Instituto Peruano de Economía, y director del Consorcio de Investigación Económica y Social. Fue funcionario del Fondo Monetario Interna-

cional y del Banco Mundial. Es economista por la Pontificia Universidad Católica del Perú y cuenta con estudios doctorales en Vanderbilt University.

Carlos A. Végh

Fred H. Sanderson Professor de Economía Internacional en Johns Hopkins University y Research Associate del National Bureau of Economic Research. Fue economista jefe para América Latina y el Caribe del Banco Mundial, y profesor nombrado en la University of Maryland y en la University of California at Los Angeles. Fue coeditor de las reconocidas *Journal of International Economics* y *Journal of Development Economics*, y editor principal de *Economía*, la revista de LACEA. Sus trabajos sobre política fiscal y monetaria en países emergentes, publicados en las revistas académicas más prestigiosas, han sido sumamente influyentes tanto en círculos académicos como de políticas públicas. Es PhD in Economics por la University of Chicago.

Julio Velarde

Presidente del Directorio del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) desde 2006. Su gestión ha recibido altos reconocimientos de las más prestigiosas revistas internacionales de Banca Central: *The Banker - Financial Times*, *Global Markets*, *LatinFinance*, *Global Finance* y *Emerging Markets*. Ha sido acreedor del premio Manuel J. Bustamante de la Fuente en sus dos ediciones. Ha sido presidente ejecutivo del Fondo Latinoamericano de Reservas, director del BCRP en dos ocasiones anteriores a la presidencia, y Decano de la Facultad de Economía y Jefe del Departamento Académico de Economía de la Universidad del Pacífico. Es economista de la Universidad del Pacífico, máster y candidato doctoral por la Universidad de Brown, y tiene estudios avanzados en el Instituto de Economía Mundial de Kiel.

Diego Winkelried

Profesor principal y jefe del Departamento Académico de Finanzas de la Universidad del Pacífico. Ha sido jefe del Departamento de Modelos Macroeconómicos del Banco Central de Reserva del Perú. Su investigación incluye temas de política monetaria, evaluación de impacto, economía del desarrollo y métodos cuantitativos. Sus artículos han aparecido en *Journal of Development Economics*, *Journal of International Money and Finance*, *International Journal of Central Banking*, entre otras revistas especializadas. Es licenciado en Economía por la Universidad del Pacífico, y MPhil y PhD in Economics por la University of Cambridge.

Gustavo Yamada

Profesor principal del Departamento Académico de Economía de la Universidad del Pacífico. Es director del Banco Central de Reserva del Perú y consejero del Consejo Nacional de Educación. Ha sido viceministro de Promoción Social del Ministerio de Trabajo, economista senior del Banco Interamericano de Desarrollo y economista fiscal del Fondo Monetario Internacional. Investigador en temas de economía laboral, educación y capital humano, macroeconomía y desarrollo, políticas y programas sociales. Sus artículos han aparecido en *World Development*, *International Higher Education*, *Journal of Economic Policy Reform* y *Economic Development and Cultural Change*, entre otras revistas especializadas. Es Licenciado en Economía por la Universidad del Pacífico y PhD en Economía de Columbia University.