

# UNA NUEVA HISTORIA MONETARIA DEL PERÚ<sup>1</sup>

**GONZALO PASTOR**

Economista consultor

just.gonzalo.pastor@gmail.com

Con motivo de su centenario, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) publicó en físico *Historia del Banco Central y la política monetaria de Perú*, compuesto por dos volúmenes sobre la historia monetaria peruana, editados por Marco Vega y Luis Felipe Zegarra<sup>2</sup>. Estos libros incluyen 15 capítulos que narran la evolución de la política monetaria desde la fundación del banco central peruano (1922) durante el gobierno del presidente Leguía hasta la actualidad. De esperar, estos volúmenes han de ser piezas fundamentales para los interesados en la evolución y modernización de la banca central en Perú a lo largo de los años. Los autores de los diversos capítulos son académicos y economistas expertos en materia macroeconómica —especialmente aquellos que contribuyen en el primer volumen (periodo 1922-1990)— y miembros del

staff del BCRP —que escriben en el segundo volumen (periodo 1990-2022)—.

Los volúmenes I y II son, en cierto modo, muy diferentes. El volumen I narra las vicisitudes y contradicciones de la implementación de una política de tipo de cambio fijo en un contexto de dominancia fiscal y apertura económica que hizo imposible la viabilidad de dicho sistema cambiario en el largo plazo. Por su parte, el volumen II cubre mayormente tópicos de la operacionalización de la política monetaria bajo un sistema de tipo de cambio flotante y restringida dominancia fiscal a partir de 1990. Un indicador de las diferentes realidades económicas descritas en los dos volúmenes es el número de veces que los términos “tipo de cambio (fijo)”, “sistema cambiario”, “tipos de cambio múltiple” y “tipo de cambio real” aparecen en cada volumen. Estos cuatro términos se re-

<sup>1</sup> Una versión previa de esta reseña puede leerse en el blog Foco Económico: <https://dev.focoeconomico.org/2023/12/11/una-nueva-historia-monetaria-del-peru/>

<sup>2</sup> La versión digital de estos dos volúmenes se encuentra disponible en la página web del BCRP: <https://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/historia-del-banco-central-y-la-politica-monetaria-de-peru.html>

piten 272 veces en el volumen I y unas 142 veces en el volumen II, en el que no hay mención alguna de “sistema cambiario”. El sistema cambiario (flotante) es como una realidad “dada”, que existe “de hecho”, para los autores del volumen II, mientras que en el volumen I la flexibilidad cambiaria es una realidad intermitente, solo presente en periodos específicos, como en la década de 1930, luego de la Gran Depresión, y el periodo de 1950-1955, años de acertada flotación cambiaria en un contexto de precariedad de la posición externa del banco central en ese entonces.

La evolución de los objetivos de política monetaria es informativa. Hay un tránsito de un énfasis en la convertibilidad de la moneda nacional en metálico, durante el periodo del patrón oro a comienzos del siglo XX, hacia un énfasis sobre la economía real, con las contradicciones subyacentes de un banco central que operó bajo un sistema de tipo de cambio fijo, donde todo exceso de oferta monetaria sobre demanda monetaria se traducía en una pérdida de reservas internacionales, inflación y apreciación del tipo de cambio real. Eventualmente, la preocupación por lograr una baja y persistente tasa de inflación se magnificaría con el fujishock implementado en 1990 en respuesta a la hiperinflación de 1989. De notar, los capítulos en el volumen I que cubren el periodo 1963-1985 sugieren que las semillas de la hiperinflación ya estaban presentes desde antes. Esto debido a persistentes déficits fiscales financiados por emisión inorgánica y la multiplicidad de tipos de cambio y sistemas cambiarios implementados en el periodo —especialmente, el sistema de minidevaluaciones con sus múltiples revisiones—, que generaron una inflación inercial, creciente y, eventualmente, explosiva. Al mirar los títulos de los capítulos 6, 7 y 8 de la publicación, estos nos dan luces sobre la esencia del problema: “Reformas Económicas y Génesis de la Inflación 1963-1980” (capítulo 6), “De la Inflación Moderada a la Inflación Inercial” (capítulo 7) y “Heterodoxia e Hiperinflación” (capítulo 8).

¿Y qué información relevante se podría agregar a la narrativa histórica de esta obra? Muy posiblemente, sería bueno resaltar las restricciones de manejo operacional enfrentadas por las autoridades nacionales (BCRP y Ministerio de Econo-



Otro tema a notar

es el formato legal de la independencia  
*de jure y de facto* alcanzada por el  
BCRP desde finales de 1990,  
**con cero financiamiento inorgánico  
del déficit fiscal y tipo de cambio  
flexible.**



mía y Finanzas) en la década de 1980, años en los que se desarrolló la crisis de la deuda externa Latinoamericana, con tasas de interés a nivel mundial relativamente altas, deterioro significativo de términos de intercambio para países periféricos y altos niveles de endeudamiento externo del sector público. En este contexto, los programas de apoyo de balanza de pagos suscritos con el Fondo Monetario Internacional entre 1975 y 1985 fueron fuente primordial para catalizar/fermentar el financiamiento externo de otras fuentes, que era necesario para el funcionamiento de la economía nacional. El acatamiento de la condicionalidad incluida en los arreglos financieros con el FMI fue una condición *sine qua non* para lograr nuevos créditos y refinanciar anualmente la deuda pública externa bilateral en el Club de París, pues no existían aún los llamados *multi-year rescheduling arrangements*. Dicha condicionalidad incluyó, entre otros, compromisos de mantener el sistema de minidevaluaciones, además de lograr una tasa de interés real (léase ajustada por inflación) positiva, de manera continua, que eventualmente perpetuó la inflación y la caída en la inversión y producción nacional.

CUADRO 1 ■ Perú: relaciones con el FMI, 1954-2020

Años	Tipo de arreglo financiero	Duración de arreglo financiero (en años)	Fecha de aprobación; Directorio FMI	Estado del arreglo, en marcha =1, suspendido =0
1954	Stand-by arrangement (SBA)	1	febrero	1
1955	SBA	1	febrero	1
1956	SBA	1	febrero	1
1957	SBA	1	febrero	0
1958	SBA	1	febrero	0
1959	SBA	1	febrero	1
1960	SBA	1	febrero	1
1961	SBA	1	febrero	1
1962	SBA	1	febrero	1
1963	SBA	1	febrero	0
1964	SBA	1	febrero	0
1965	SBA	1	febrero	0
1966	SBA	1	febrero	0
1967	SBA	1	agosto	0
1968/69	SBA	1	noviembre	0
1970	SBA	1	junio	0
1972	Compensatory Financing Facility (CFF)		junio	
1976	First Credit Tranche & Oil Facility		marzo	
1976	CFF		abril	
1977	SBA	1	noviembre	1
1978	SBA & CFF	1	setiembre	1
1979/80	SBA	1	julio	1
1982	CFF		junio	
1982	Extended Fund Facility (EFF)	1	junio	0
1984	SBA	1	abril	0
1984	CFF		mayo	
1985	Declaración de ineligible a usar recursos del FMI		agosto	
1991	Programa de Acumulación de Derechos (RAP)	3	setiembre	3
1993	EFF (1993-96); arreglo precaucionario luego del primer desembolso	3	marzo	2
1996	EFF (1996-98) precaucionario	3	julio	3
1999	EFF (1999-02) precaucionario	1	junio	2
2001	SBA (precaucionario)	1	marzo	1
2002	SBA (precaucionario)+metas explicitas de inflación	2	febrero	2
2004	SBA (precaucionario)	2	junio	2
2007	SBA (precaucionario)	2	enero	2
2009	Última revisión arreglo 2007 SBA	1	enero	1
2010-2019	Misiones de consulta de Artículo IV, solamente			
2020	Línea Flexible de Crédito (FCL)	2	mayo	

  

Memorandum items	Años
Periodo 1954-2009	55
del cual: años de ineligibilidad (1985-1991)	8
Años con arreglo financiero (1954-2009) incluyendo RAP	39
Programa en marcha (on-track)	28
Programa fuera de pista (off-track)	11

FUENTE: PASTOR (2023).



Otro tema a notar es el formato legal de la independencia *de jure* y *de facto* alcanzada por el BCRP desde finales de 1990, con cero financiamiento inorgánico del déficit fiscal y tipo de cambio flexible. Dicha independencia le ha servido bien a la autoridad emisora para aislar la política monetaria del ciclo (y evento) político.

El BCRP es sin duda un centro de excelencia profesional. Leer los capítulos del volumen II muestra la alta calidad técnica inmersa en el diseño de política monetaria, muy conforme a las mejores prácticas internacionales. En opinión de este autor, dicho conocimiento y capital humano le ha servido bien al BCRP (y al MEF) en la negociación y ejecución de programas de estabilización suscritos con el FMI en las tres últimas décadas (Cuadro 1<sup>3</sup>). En efecto, a partir de 1993, los arreglos financieros con el Fondo han sido de tipo precaucionario, más que de utilización efectiva (débito) de las líneas de crédito acordadas con el FMI. El compromiso firmado no se originó en la necesidad de financiamiento de balanza de pagos, ya que las reservas internacionales han estado, por años, a niveles nunca vistos. Más bien, el compromiso sobre metas cuantitativas monetarias y fiscales ayudó a cons-

truir el consenso interno para las reformas y resistir las presiones para dar marcha atrás en reformas necesarias, especialmente en casos de un gobierno sin mayoría en el Congreso. El Perú ha sido, pues, un país que ha tomado responsabilidad por las políticas económicas implementadas. La condicionalidad inmersa en los acuerdos financieros con el FMI no ha sido impuesta desde fuera, sino más bien ha sido producto del plan de reforma económica propia del gobierno, en un contexto de diálogo técnico intenso con los representantes del FMI. Mucho de ello se lo debemos a la excelencia profesional (y de negociación) atesorada en el BCRP.

Estos dos volúmenes de la historia del Banco Central de Reserva del Perú son lectura obligada de todo estudiante de economía nacional, por lo que merecerían ser incluidos como tópico de enseñanza y discusión en los famosos cursos de verano del BCRP.

#### REFERENCIA

Pastor, G. (2023). Tabla 5.5.: Relaciones con el FMI, 1954-2020. En M. Vega & L. F. Zegarra (eds.), *Historia del Banco Central y la política monetaria de Perú*. Tomo I (187). BCRP.

3 <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/libros/2022/historia-del-banco-central-tomo-1.pdf>