

P olítica monetaria del BCRP

en los primeros años de la MISIÓN KEMMERER

FERNANDO PÉREZ FORERO*

La reforma económica que experimentó el Perú a inicios de la década de 1930 tuvo como uno de sus pilares la creación del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), que inicialmente se creó como Banco de Reserva del Perú en 1922. Este hecho marcó el inicio de la banca central en nuestro país, y de la aplicación de una política monetaria que buscó reactivar la economía nacional. Gracias a los datos de las memorias institucionales del Banco Central, en este artículo se cuantifican los efectos que tuvieron las acciones de política en la economía de entonces.



* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP
fernando.perez@bcrp.gob.pe

I. CREACIÓN DEL BANCO DE RESERVA EN 1922

El Banco de Reserva del Perú (BRP) fue creado el 9 de marzo de 1922 mediante la Ley 4500¹, donde fue denominado “una institución de crédito”, con el objetivo de centralizar la emisión de billetes y monedas, y también de realizar operaciones de redescuento. Este año se cumplen 100 años de dicho evento, el cual marcó el inicio de la banca central en nuestro país, y estableció también un pilar inicial para la institucionalidad peruana. Entre las principales operaciones que realizaba el BRP destacaron: i) Operaciones de descuento y redescuento, ii) Establecer los tipos de descuento y iii) Actuar como cámara de compensación entre los bancos (ver Pereyra, 2012). Así, la finalidad principal del banco fue la de centralizar la emisión de la moneda y la de actuar como proveedor de la liquidez necesaria a los bancos privados a través de sus operaciones.

El capital autorizado, según la mencionada ley, fue de 2 millones de libras peruanas. Sin embargo, el capital pagado inicialmente fue de 358 445 libras peruanas. Por otro lado, al cierre de 1922 el saldo total en circulación, que hoy en día se conoce como uno de los componentes de la emisión primaria, fue de 5 421 492 libras peruanas. El tamaño del balance del banco durante la primera década se incrementó de manera moderada, teniendo en cuenta la demanda por estas operaciones mencionadas líneas arriba, pasando de 6 481 551 en 1922 a 9 874 149 libras peruanas en 1929. Asimismo, hacia dicho año el capital pagado ascendió a 370 905 libras peruanas.

Las operaciones que realizó el BRP no estuvieron precisamente asociadas a acciones de política monetaria, y ello más bien formó parte del conjunto de reformas que se adoptaron luego de la Misión Kemmerer, contexto que se describe en la siguiente sección.

II. CREACIÓN DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Concluida la visita de la Misión Kemmerer en 1931, tuvo lugar la creación del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Ello coincidió con que la economía peruana se enfrentaría a diferentes choques externos luego de la Gran Depresión (Pastor, 2014).

La Gran Depresión desencadenada el año 1929, sumada a la inestabilidad política a nivel doméstico, trajo consigo una fuerte contracción económica y una consecuente deflación a inicios de la década de 1930. No obstante, parte de este efecto negativo fue contrarrestado mediante la implementación de una política fiscal expansiva (Ponce, 2014).

Dado lo anterior, en la década de 1930 a 1939 se adoptó el sol peruano como nueva unidad monetaria en reemplazo de la libra, aunque en estricto los componentes principales del balance del banco central no se vieron alterados, al menos de manera conceptual y cualitativa. No obstante, aparte del total de circulación apareció un nuevo componente de la emisión primaria: los denominados depósitos o fondos de en-

CUADRO 1 ■ Balance general del Banco de Reserva (en libras peruanas)

	1922	1925	1929
Activo	6 481 551	8 840 636	9 874 149
Fondo de Garantía	5 929 356	7 477 198	4 512 875
Cuenta Compensación	509 997	1 212 422	796 523
Caja	42 198	1 016	1 765
Valores en custodia	0	150 000	1 386 007
Cartera	0	0	3 176 979
Pasivo y Patrimonio	6 481 551	8 840 636	9 874 149
Emisión (Circulante)	5 421 492	6 399 845	6 522 824
Capital pagado	358 445	358 445	370 905
Reservas, Utilidades e Intereses	179 765	230 122	199 108
Otros pasivos*	521 850	1 852 224	2 781 311

* INCLUYE IMPOSICIONES A LA VISTA Y CUENTAS POR PAGAR.

FUENTE: MEMORIAS BCRP.

caje, donde era facultad del BCRP establecer la tasa o porcentaje de estos depósitos que debían permanecer depositados en el banco. En consecuencia, una reducción de dicho porcentaje conllevaría a un impulso crediticio a través del incremento del multiplicador monetario y de la disponibilidad de fondos prestables. Es así como surge uno de los primeros instrumentos de política monetaria del BCRP como tal, en un contexto en el que los conceptos macroeconómicos a nivel global eran aún escasos, los que bien sabemos surgieron recién a partir de la Gran Depresión de 1929. En los años siguientes a la Misión Kemmerer se registraron varias reducciones de la tasa de encaje; ello en un contexto de diversas fluctuaciones a nivel mundial y donde el tipo de cambio del sol contra el dólar era flotante.

Del lado del BCRP, inicialmente la tasa de encaje, que se conoce como el porcentaje de depósitos que los bancos conservan en el banco central, fue superior al 80% en 1932, y esta se fue reduciendo progresivamente hasta 1939, con el fin de impulsar la reactivación de la economía a través de las colocaciones de nuevos créditos (Banco Central de Reserva del Perú, 1939). Así, el BCRP inyectó liquidez utilizando los descuentos y los redescuentos de valores del Tesoro y de documentos comerciales (Guevara, 1998). Asimismo, entre 1932 y 1933 el banco implementó una moderada política monetaria expansiva que se mantuvo incluso unos meses del año posterior coadyuvando a la recuperación económica (Ponce, 2014).

Dado lo anterior, es pertinente cuantificar los efectos dinámicos y el mecanismo de transmisión de estas acciones de política, y así aislarlos de otras fuerzas macroeconómicas. Asimismo, es conveniente establecer un comparativo con el mecanismo de transmisión de la política monetaria identificado para el Perú en los últimos años en trabajos como los de Rossini y Vega (2007) y de Castillo, Pérez Forero y Tuesta (2011). En este contexto particular es recomendable compararlo también con lo analizado recientemente para el caso de los encajes en el Perú (Pérez-Forero y Vega, 2014; Armas y otros, 2014),

¹ <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Normas-Legales/ley-4500.pdf>

CUADRO 2 ■ Balance general del Banco Central de Reserva del Perú (en miles de soles)

	1932	1939
Activo	68 075	183 507
Fondos de encaje y en el exterior	45 985	53 227
Colocaciones	20 714	129 361
Inversiones	1 126	674
Otros activos	250	245
Pasivo y Patrimonio	68 075	183 507
Emisión (Circulante)	50 135	131 886
Capital y Reservas	11 343	10 958
Utilidades e Intereses	363	1 329
Otros pasivos*	6 235	39 334

* INCLUYE IMPOSICIONES A LA VISTA Y CUENTAS POR PAGAR.
FUENTE: MEMORIAS BCRP.

donde se hace referencia al canal del margen financiero como principal componente del mecanismo de transmisión de estas acciones (León y Quispe, 2011).

En línea con las referencias mencionadas, se consideró el modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) de dos bloques². La economía mundial es representada por un bloque exógeno independiente y la economía peruana, en un segundo bloque, que es afectado por el primero.

Dada esta especificación en bloques, se examinó el efecto dinámico de dos choques estructurales relevantes para la economía peruana en aquel entonces (y también hoy en día), el choque de política monetaria medido a través de la tasa de encaje y el choque cambiario en un contexto de tipo de cambio flexible. El BCRP otorgaba financiamiento al fisco en aquel entonces, y ello habría contribuido también a las fluctuaciones del crédito y de la tasa de encaje. No obstante, siguiendo las estrategias de identificación de la literatura empírica moderna, es posible aislar el efecto de una acción independiente, medida como un choque ortogonal. Cabe señalar que dada esta estructura es también posible examinar el efecto dinámico de choques externos, aunque en este ejercicio solamente se toma dicha especificación para que sea realista y representativa de nuestra economía en aquel entonces³.

El choque de un incremento en la tasa de encaje en 1% generó en primer lugar un aumento en los fondos de encaje. Posteriormente, se genera una ampliación de *spread* entre tasas activas y pasivas, que se puede apreciar entre el alza de tasas de bonos y de activos, así como también una desaceleración del tipo de cambio. Posteriormente, se aprecia una caída tanto en depósitos como en colocaciones, que es consecuencia de una reducción de los fondos prestables. Finalmente, esta desaceleración en el

crédito se refleja en un menor nivel de actividad económica (aunque poco significativo dada la disponibilidad de datos) y en inflación, la que es en este caso medida a través del índice de costo de vida (ICV). Naturalmente, dado que es un modelo lineal, los efectos de un recorte en la tasa de encaje, como ocurrió en la década de 1930, son simétricos a los mostrados anteriormente, con el signo contrario. Cabe señalar que este mecanismo es similar al capturado por Pérez-Forero y Vega (2014).

Por su parte, en la década de 1930 un choque cambiario de 1% en la tasa interanual generaba lo siguiente: un incremento en los fondos de encaje (principalmente en dólares) y, con ello, un aumento en colocaciones en moneda extranjera dada la mayor disponibilidad de fondo prestable en dicha moneda. No obstante, el choque cambiario tendría un efecto de tipo choque de oferta, con un menor nivel de actividad y una mayor inflación medida a través del costo de vida, similar a lo observado en Castillo y otros (2010). Si bien no existe evidencia de dolarización financiera en aquel entonces, los efectos dinámicos cualitativos muy similares a los de estos años nos dan a entender que ello podría ser parte del problema en dichos años.

III. COMENTARIOS FINALES

En este artículo se describe brevemente la creación del BRP y la posterior creación del BCRP, luego de la visita de la Misión Kemmerer a inicios de la década de 1930. Posteriormente, se estima el efecto dinámico que tuvo la reducción de las tasas de encaje sobre la economía peruana, principalmente sobre el crédito al sector privado y otras variables financieras, así como también sobre la inflación medida a través del índice de costo de vida, el cual se publicaba en aquel entonces. Utilizando datos macroeconómicos de las memorias del BCRP entre los años 1932-1939 y de otras fuentes externas, se identifican choques de encajes y cambiarios a través de un modelo de vectores autorregresivos bayesiano (BVAR). Los resultados muestran que la tasa de encaje servía como instrumento monetario en dicho momento de la historia peruana, y cuyo mecanismo de transmisión no es muy diferente al observado en la actualidad, el cual se basa en el margen financiero y el *spread* entre tasas activas y pasivas, lo que es similar a Glocker y Towbin (2012), y Pérez-Forero y Vega (2014) para el caso peruano. Este choque tiene el efecto esperado, aunque poco significativo dada la disponibilidad de datos, para el caso de la actividad económica. De otro lado, se encuentra un efecto traspaso significativo del tipo de cambio a precios, con los efectos usuales respaldados por la teoría económica de un incremento de las tasas de interés.

² Para la estimación de este modelo se utilizó datos macroeconómicos del Perú obtenidos a partir de las memorias institucionales del BCRP entre los años 1932 a 1939, y también datos de los EE. UU. y cotizaciones internacionales obtenidos a través de la página web de la Reserva Federal de Filadelfia (FRED database). La estimación se realizó con datos mensuales en variaciones interanuales (salvo el caso de datos anuales del PBI), se utilizó un prior de Minnesota siguiendo a Litterman (1986), y se emplearon técnicas de simulación de Markov Chain Monte Carlo (MCMC). En el caso de índices de bonos y acciones publicados en la memoria del BCRP, la variación interanual es equivalente al rendimiento o tasa de interés.

³ En el bloque externo se incluyen variables de EE. UU. y del mundo obtenidas de la página web de la Reserva Federal de Filadelfia (FRED database), entre las que se encuentran la producción industrial, el índice de precios al consumidor, cotizaciones de bonos AAA y BAA, la tasa de interés de corto plazo y el precio del oro.

GRÁFICO 1 ■ Choque de 1% de la tasa de encaje
(Valor mediano en línea azul y 68% más probable entre líneas punteadas)

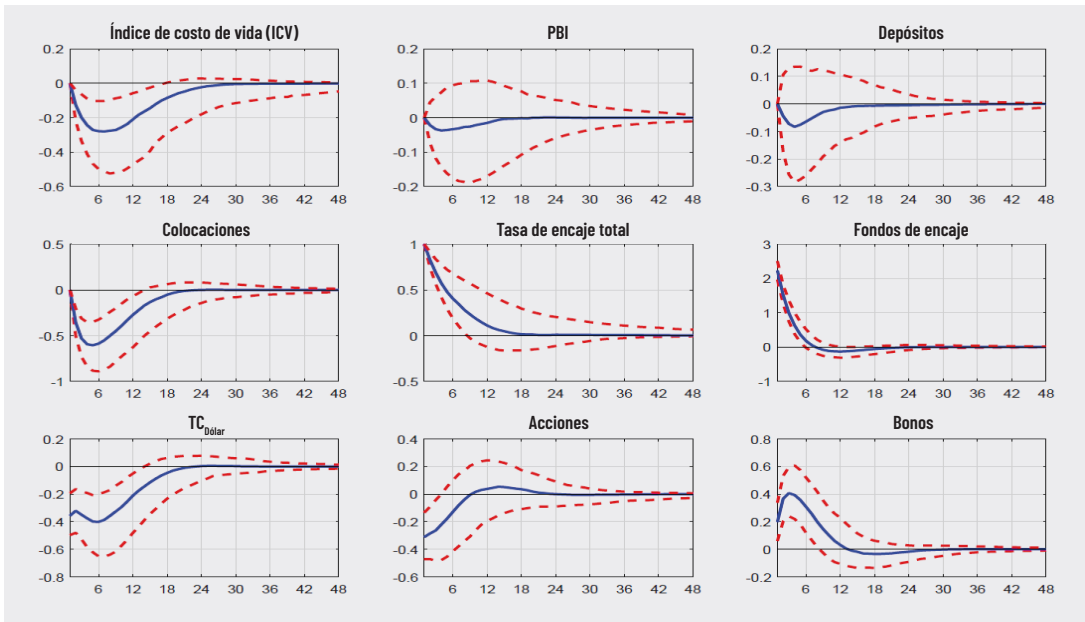
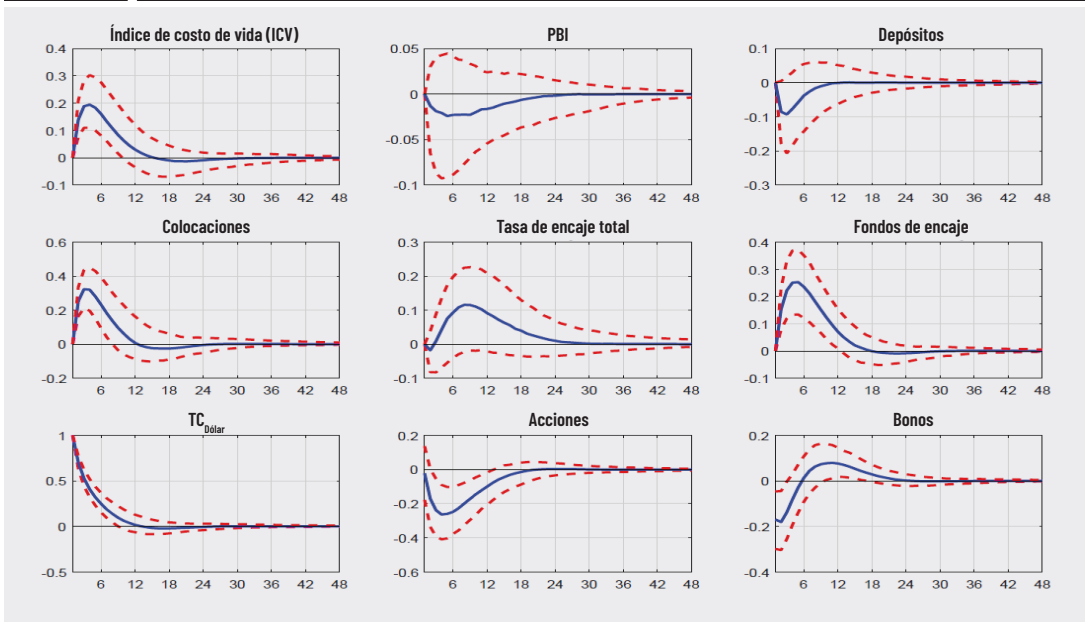


GRÁFICO 2 ■ Choque de 1% de depreciación cambiaria
(Valor mediano en línea azul y 68% más probable entre líneas punteadas)



Referencias

- **Armas, A., Castillo, P. y Vega, M. (2014).** Inflation targeting and quantitative tightening: Effects of reserve requirements in Peru. *Economía*, 15.
- **Banco Central de Reserva del Perú (1922-1939).** Memoria anual.
- **Castillo, P., Pérez Forero, F. y Tuesta, V. (2011).** Los mecanismos de transmisión de la política monetaria en el Perú. *Revista de Estudios Económicos* (21), 41-63.
- **Glocker, C. y Towbin, P. (2012).** The macroeconomic effects of reserve requirements. Working Paper Series 374. Banque de France.
- **Guevara, G. (1998).** Política monetaria del banco central: Una perspectiva histórica. *Revista de Estudios Económicos*, (5).
- **León, D. y Quispe, Z. (2011).** El encaje como instrumento no convencional de política monetaria. *Moneda* (143), 8-16.
- **Litterman, R. B. (1986).** Forecasting with Bayesian Vector Autoregressions-Five Years of Experience. *Journal of Business Economic Statistics*, 4(1), 25-38.
- **Pastor, G. (2014).** Perú: Políticas monetarias y cambiarias, 1930-1980. En C. Contreras (ed.), *Compendio de Historia Económica del Perú Tomo 5: La economía peruana entre la Gran Depresión y el Reformismo Militar* (265-344). Banco Central de Reserva del Perú.
- **Pereyra, C. (2012).** La creación del Banco de Reserva del Perú. *Moneda* (150), 7-11.
- **Pérez-Forero, F. y Vega, M. (2014).** The dynamic effects of interest rates and reserve requirements. Working Paper 2014-018. Banco Central de Reserva del Perú.
- **Ponce, L. (2014).** Política Fiscal del Perú, 1920-1980. En C. Contreras (ed.), *Compendio de Historia Económica del Perú-Tomo 5: La economía peruana entre la Gran Depresión y el Reformismo Militar* (345-414). Banco Central de Reserva del Perú.
- **Rossini, R. y Vega, M. (2007).** El mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de dolarización financiera: El caso del Perú entre 1996 y 2006. Documento de Trabajo 2007-017. Banco Central de Reserva del Perú.