



**XXXIX ENCUENTRO DE
ECONOMISTAS**

LIMA, 23 de noviembre de 2021

**FUNDAMENTOS INSTITUCIONALES DEL
BCRP Y SU POLÍTICA MONETARIA**

**LUIS I. JÁCOME
GEORGETOWN UNIVERSITY**

La independencia del BCRP – una perspectiva histórica

- La noción de independencia del banco central
- Independencia del BCRP: 1922 – 1945
- El BCRP como banco de desarrollo
- La reforma institucional de 1992

La noción de independencia del banco central

Sus orígenes

- La idea de otorgar independencia de la banca central (IBC) nace en los años ochenta, inspirada en la institucionalidad del Bundesbank
- Se buscaba combatir la inflación que agobiaba a los países avanzados en aquellos momentos
- La noción de IBC encontró terreno fértil en América Latina por su historia inflacionaria → se implantó mayoritariamente en los años noventa
- La IBC se convirtió en un paradigma institucional que se mantuvo sin discusión, a nivel global, hasta la crisis de 2008 en que empezó a cuestionarse en los países avanzados
- Hoy también hay señales de cuestionamiento de la IBC en algunos países de América Latina

¿Cómo entender la independencia del banco central?

- La visión tradicional
 - ✓ Se la concibe como la libertad del banco central para tomar decisiones de política monetaria sin influencias políticas o del gobierno (Walsh, 2008) – o del sistema financiero
 - ✓ La IBC busca generar confianza en la formulación y ejecución de la política monetaria con el objeto de **alcanzar o mantener estabilidad de los precios** en la economía → generar **CREDIBILIDAD**
- La visión más reciente – en países avanzados
 - ✓ Sí a la independencia, pero sus límites deben determinarse en función de las condiciones económicas prevalecientes y no debe descartarse la coordinación de las políticas del banco central con otras agencias del gobierno (Bernanke, 2019)
- Para América Latina, quizás es mejor la visión tradicional

Los fundamentos teóricos

- Kydland y Prescott (1977) y Barro y Gordon (1983), mostraron que los gobiernos que se enfrentan al dilema de tener inflación o desempleo eligen tener inflación superior a la óptima con el fin de alcanzar sus objetivos políticos de corto plazo → sesgo inflacionario
- Rogoff (1985) demostró que el sesgo inflacionario podría reducirse delegando las decisiones de política monetaria a un banquero central independiente y "conservador" – más averso al riesgo que el gobierno
- Walsh (1995) y Persson y Tabellini (1993) utilizaron un enfoque de “agente-principal” para demostrar que el banco central (el agente) actúa en interés del principal (la sociedad, representada por el gobierno) en el marco de un contrato con un objetivo bien definido, específicamente, una inflación baja
- Stiglitz (1998) criticó la IBC con el argumento de que se caracteriza por tener un déficit democrático (el contraargumento es la rendición de cuentas)

¿Cómo se hace efectiva la independencia del banco central?

- Sobre la base de las contribuciones teóricas → cinco criterios para su aplicación – que se incorporan a la legislación de bancos centrales
 - ✓ Establecer una gobernabilidad del banco central que sea autónoma del gobierno (conformación del directorio)
 - ✓ Definir un mandato claro de alcanzar y mantener estabilidad de precios
 - ✓ Otorgar al banco central independencia del gobierno para formular/ejecutar la política monetaria
 - ✓ Restringir la entrega de crédito al gobierno
 - ✓ Rendir cuentas
- A partir de estos criterios, se han construido índices de IBC → el más conocido es el de Cukierman et al. (1992) que recoge los cuatro primeros criterios – **índice de independencia legal**

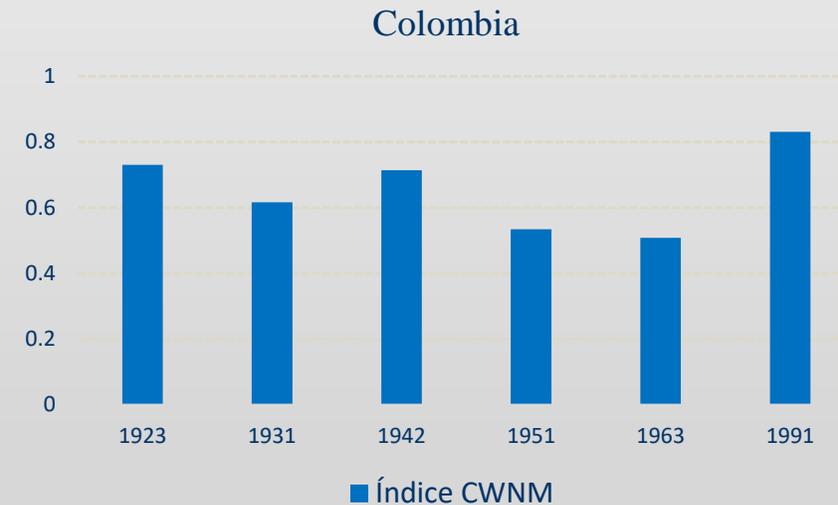
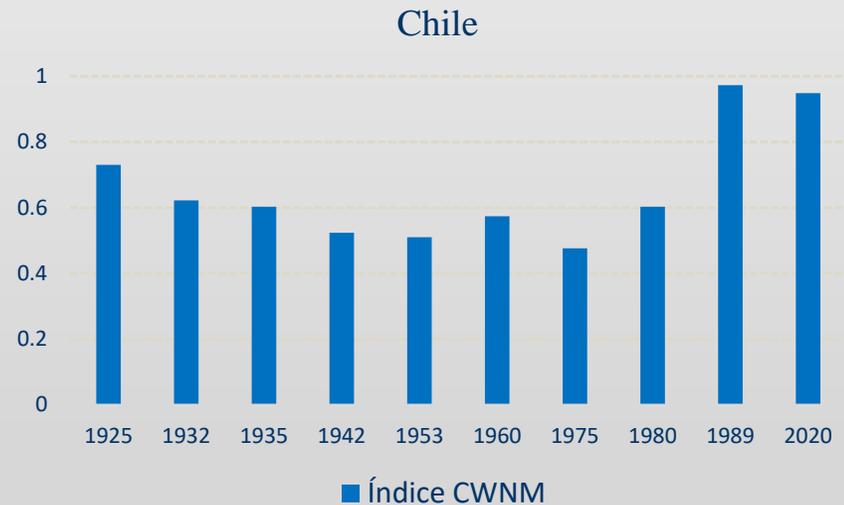
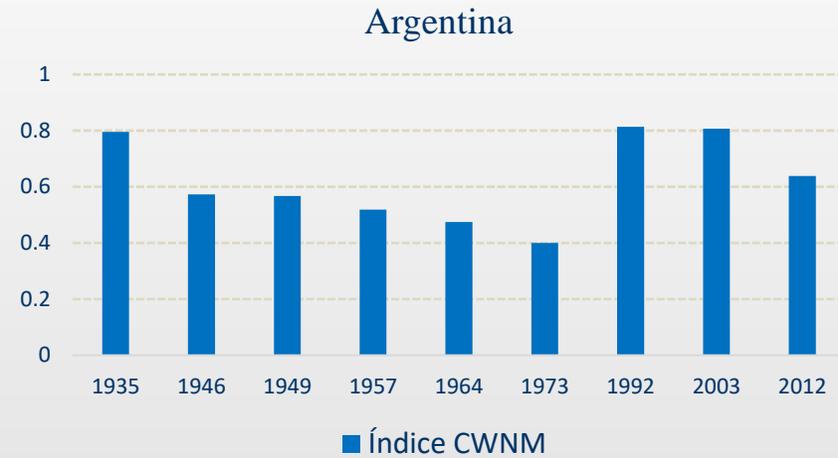
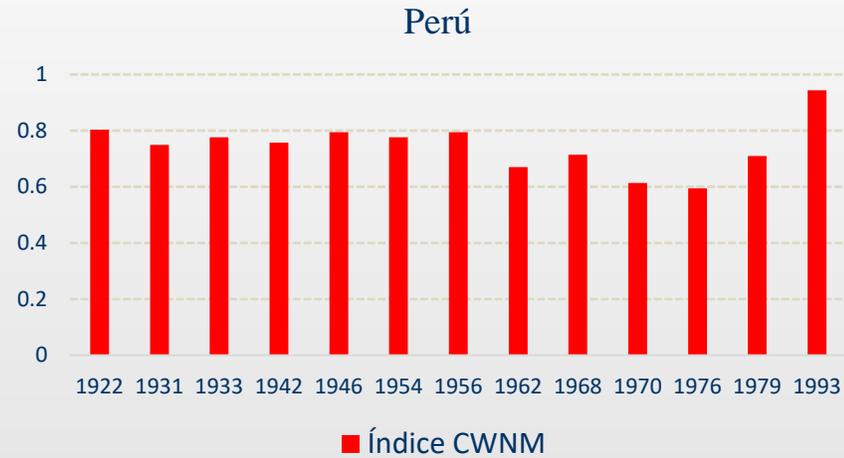
La evidencia empírica: independencia legal del banco central e inflación

- Múltiples estudios –los primeros encontraron una relación inversa entre IBC e inflación, pero sólo para países avanzados (por ejemplo, Cukierman et al., 1992 y Alesina y Summers, 1993)
- Los estudios más recientes encuentran también esa relación inversa en países en desarrollo (por ejemplo, Arnone et al., 2006 y Bodea y Hicks, 2015)
- Gutiérrez (2003) y Jácome y Vázquez (2008) encuentran dicha correlación inversa para países de América Latina
- Los trabajos empíricos realizados en los últimos 15 – 20 años expanden el índice inicial de IBC de Cukierman et al. (1992) e incorporan criterios de rendición de cuentas y transparencia de la política monetaria (por ejemplo, Crowe y Meade, 2008 y Dincer y Eichengreen, 2014)

¿Cualitativamente, cuán independientes son los bancos centrales?

- Independencia de objetivo
 - ✓ El banco central tiene respaldo legal, tanto para fijar de manera autónoma del gobierno su objetivo de política monetaria, típicamente la meta de inflación, como para usar sin restricciones sus instrumentos monetarios para alcanzar dicha meta – **Perú**
- Independencia de instrumentos
 - ✓ El banco central debe consultar con el gobierno la fijación de su objetivo de política, pero mantiene independencia para usar los instrumentos de política monetaria que son necesarios para alcanzar tal objetivo
- En América Latina, la mayoría de bancos centrales cuentan con independencia de objetivo – Brasil es una excepción

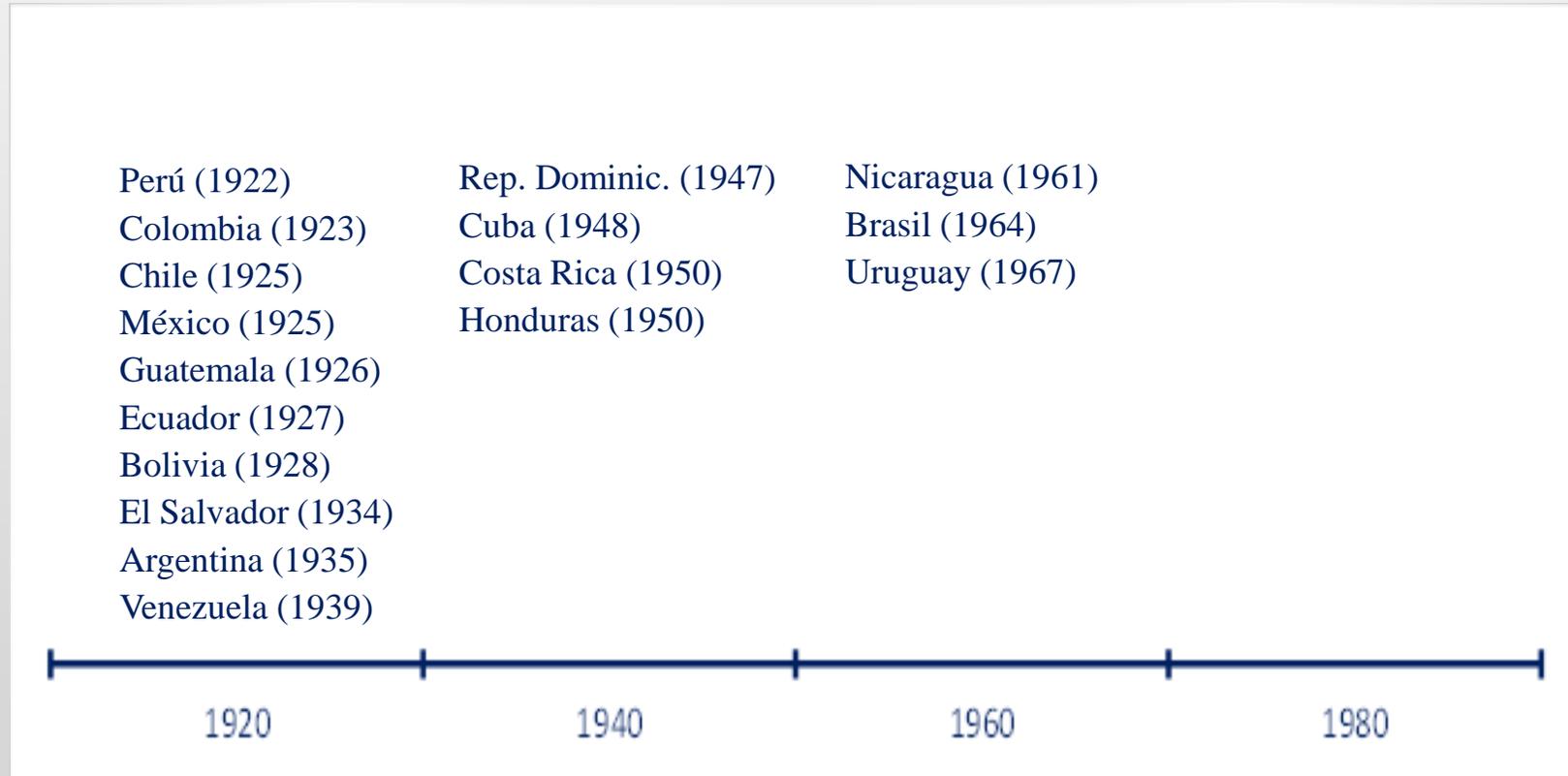
100 años de independencia legal del BCRP



Fuente: Leyes de bancos centrales de los países, reformas relevantes y provisiones constitucionales relacionadas. El índice CWNM corresponde al de Cukierman, Webb y Neyapti (1992) modificado (ver Jácome 2022). El índice varía entre 0 y 1. Cuanto mayor es el valor, mayor es la independencia del banco central.

Independencia del BCRP: 1922 – 1945

El Banco de Reserva del Perú – el primer banco central de América Latina

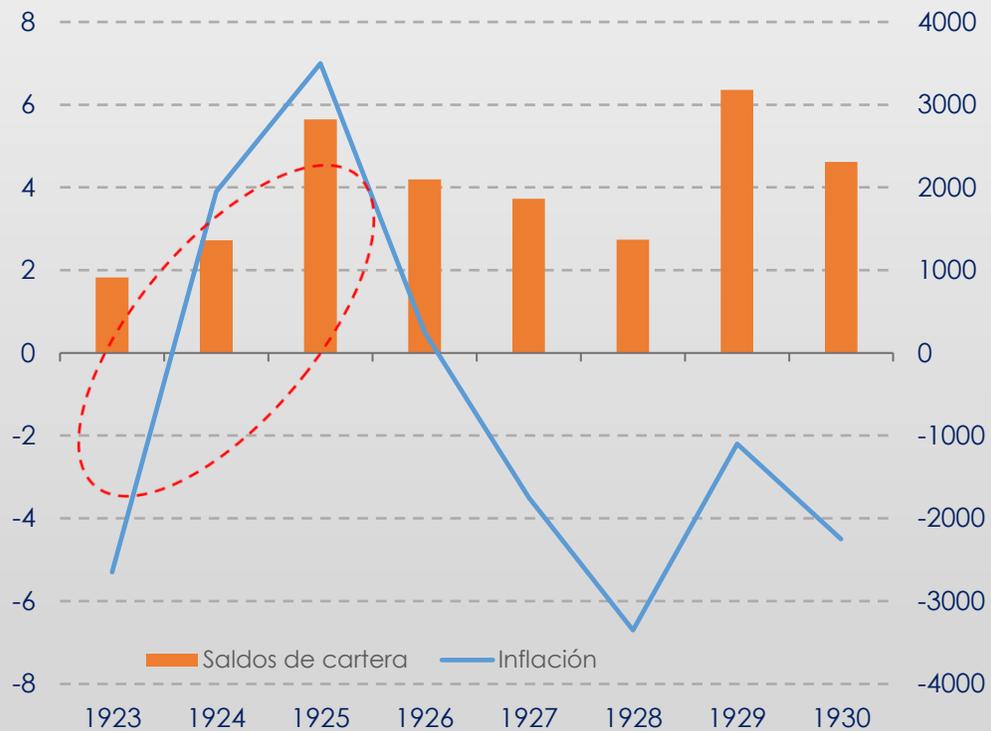


La ley 4500 de 1922

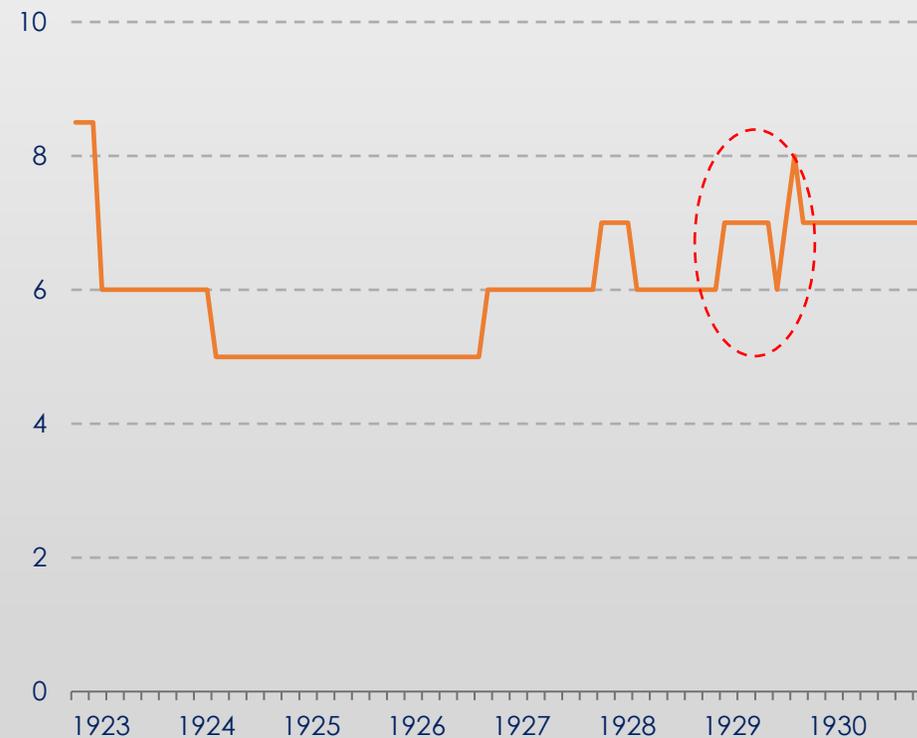
- El BRP nace con un grado importante de independencia
 - ✓ El BRP no tenía un mandato explícito pero sí **funciones** que debía cumplir, incluyendo el monopolio de billetes bancarios
 - ✓ Y estaba implícita su capacidad de mantener la confianza en la moneda, en vista de las **restricciones** que enfrentaba **para crear dinero y dar crédito al gobierno**
 - ✓ Sin embargo, el gobierno tenía potencialmente influencia en la formulación de la política monetaria al igual que los bancos
 - Estaba gobernado por un **directorio de 9 miembros** (6 designados por los bancos y 3 por el gobierno), pero su presidente se elegía de entre esos 3 miembros
 - Además, la numerosa presencia de representantes de la banca permitía a este sector influir en la política monetaria – como en el resto de América Latina

El BRP tenía control sobre la política monetaria

Crédito del BRP e Inflación (Millones de libras peruanas y % anual)



Tasa de descuento del BRP (% anual)



Fuentes: Las cifras de crédito corresponden a los saldos de cartera al fin del año tomados de la memoria anual del BRP. La tasa de descuento fue facilitada por el BCRP. Las cifras de inflación fueron tomadas del BCRP.

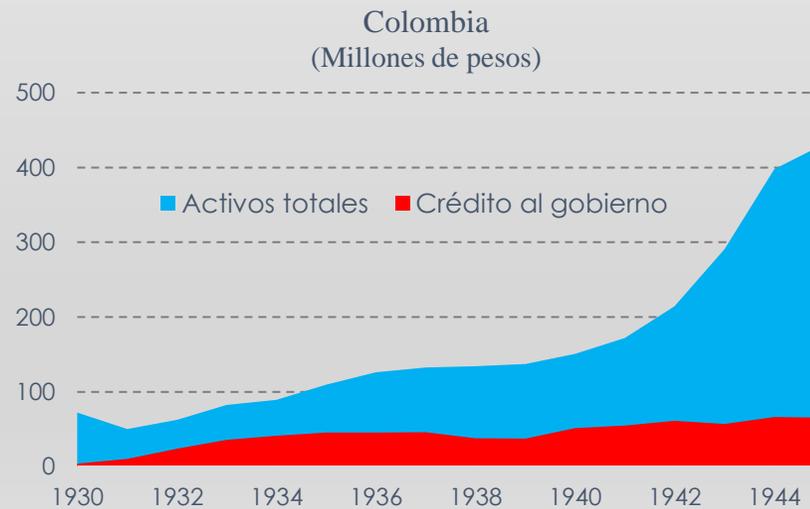
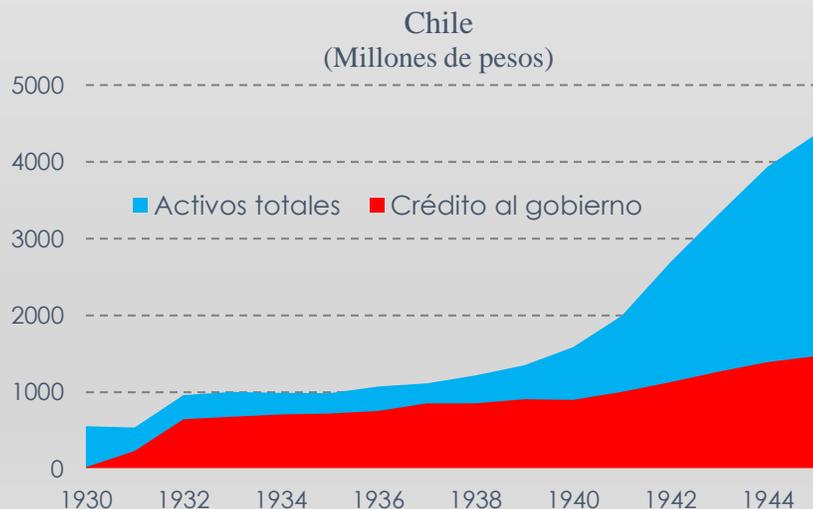
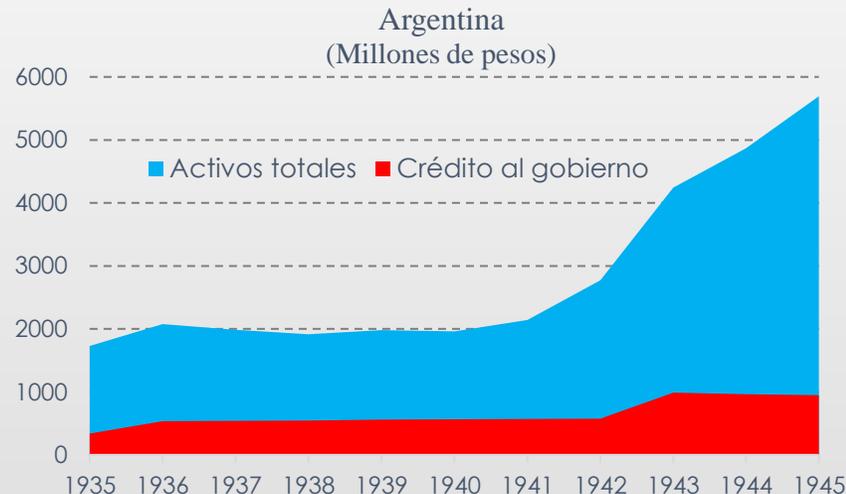
La creación del BCRP en 1931

- Como resultado de las recomendaciones de la misión Kemmerer de 1931 → un nuevo régimen monetario y financiero en Perú
 - ✓ El Decreto-Ley 7137 reorganizó el BRP y creó el BCRP
 - ✓ Con base al Decreto-Ley 7126, Perú adoptó el patrón de cambio oro y la convertibilidad de su moneda
 - ✓ El Decreto-Ley 7159 creó la Superintendencia de Bancos
- Al BCRP se le otorgó mayor independencia
 - ✓ No nació con un mandato explícito, pero la adhesión al patrón de cambio oro → estabilidad interna y externa de la moneda (tasa de cambio fija)
 - ✓ El directorio tenía una representación amplia (gobierno, bancos, sector privado)
 - ✓ Tenía restricciones para crear dinero (encaje de 50%) y limitaciones para dar crédito al gobierno
 - ✓ Sin embargo, no tenía control sobre la política monetaria (trilema)

La adhesión al patrón de cambio oro duró sólo un año

- El impacto en la economía de la Gran Depresión llevó al Perú – y al resto de países – a abandonar el patrón de cambio oro y la convertibilidad del sol en 1932 (ajuste procíclico). La economía había caído 30% durante 1930-32
- La política monetaria fue instrumental para contener una caída aún mayor de la economía y lograr su pronta recuperación → creció 35% y cerca de 17% en 1933 y 1934, respectivamente
- Aunque a costa de debilitar la independencia del BCRP → inicio de la dominancia fiscal

Se emitió un sinnúmero de leyes autorizando al BCRP a financiar al gobierno – la principal partida del activo del BCRP



El BCRP como banco de desarrollo

Fue una tendencia regional – no sólo en Perú

- En el período post guerra surgió un **nuevo paradigma** de banca central
 - ✓ El modelo de banco central anterior estaba asociado con la vigencia del patrón de cambio oro. Las ideas keynesianas promovían un rol activo de la política monetaria como estabilizador del ciclo económico
 - ✓ En general, la política monetaria debía ayudar a crear condiciones favorables al desarrollo económico de los países → asignando recursos a través de diferentes actividades económicas
- El banco central aumentó el **crédito al sector privado** a través de los bancos (dirigido a sectores prioritarios) y expandió el **financiamiento al gobierno**
 - ✓ El manejo del volumen crédito del banco central a tasas de interés diferenciadas y el manejo del encaje bancario se convirtieron en los principales **instrumentos** de política monetaria
 - ✓ El **manejo cambiario** con tasas distintas para diferentes importaciones y exportaciones tuvo un rol complementario
 - ✓ Además, se aprobaron leyes especiales autorizando **préstamos al gobierno por afuera** de la ley del banco central y reestructuraciones de la deuda existente

La nueva ley orgánica de 1962 dio autonomía al BCRP pero no los instrumentos para ejecutarla

- Era necesario extender la existencia del BCRP → el gobierno decidió modificar su normativa fundamental “a fin de ponerla más a tono con la técnica moderna y la evolución económica y social del país”
- En la práctica, se **institucionalizó el manejo monetario que se venía ejecutando**
 - ✓ El **mandato** combinaba el objetivo de preservar la estabilidad monetaria con el de contribuir el desarrollo de la economía, sin establecer prioridad entre los dos objetivos
 - ✓ Se mantuvo la representación del gobierno, los bancos y el sector privado no bancario en el **directorío** del BCRP
 - ✓ Sin embargo, los cambios al **encaje bancario** debían ser aprobados por el Ministro de Economía y Finanzas
 - ✓ Y, si bien se redujo el cupo de **financiamiento al gobierno**, se continuó con la práctica de aprobar leyes especiales que mantenían, reestructuraban y expandían dicho financiamiento

La ley de 1962 fue modificada inicialmente en 1968

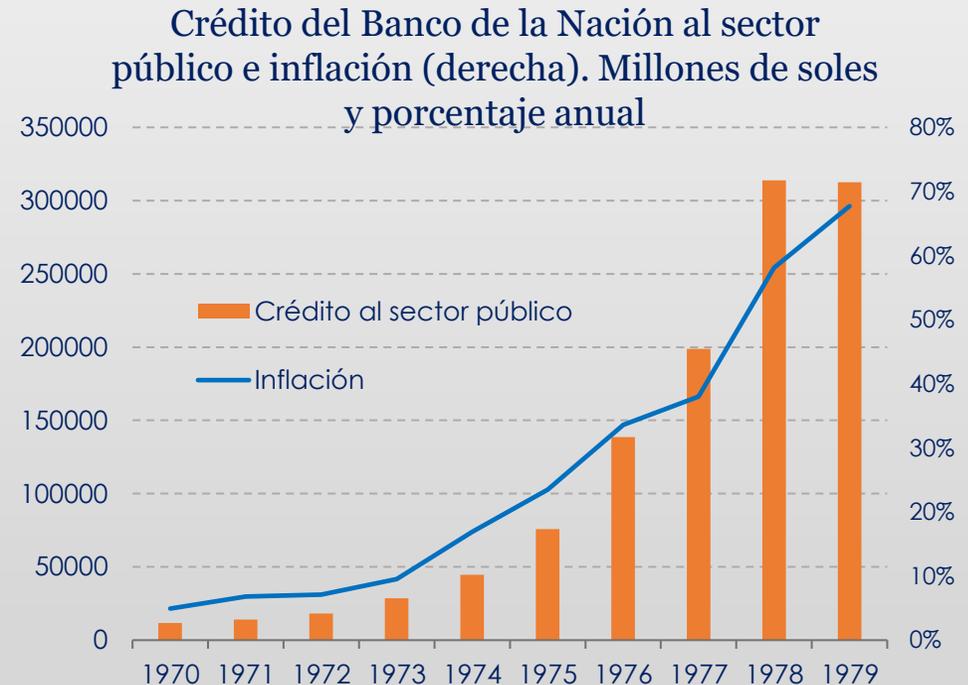
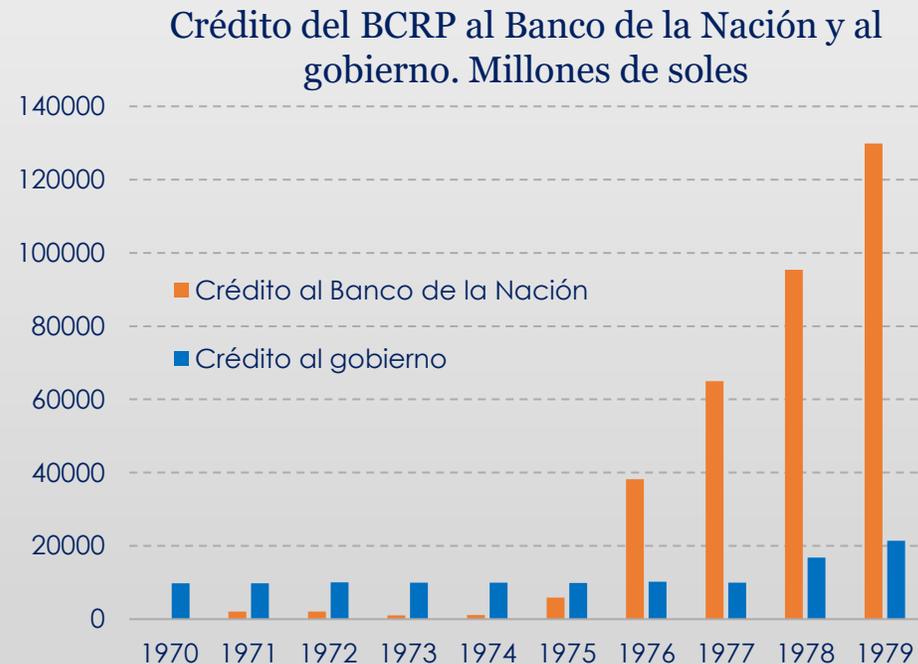
- Tres cambios importantes
 - ✓ **Mayores poderes al gobierno** en la conformación del directorio del BCRP (nuevo directorio conformado por 12 miembros, 6 de ellos nominados y nombrados directamente por el gobierno y 4 indirectamente a partir de ternas nominadas por el sector privado)
 - ✓ **Se expandió el mandato** del BCRP – las condiciones crediticias y cambiarias debían no sólo asegurar un desarrollo ordenado de la economía, sino también “generar una alta tasa de crecimiento de la producción y el ingreso real y un elevado nivel de empleo”
 - ✓ En cambio, se eliminó el requerimiento de que el Ministro de Economía y Finanzas apruebe los ajustes a las tasas de encaje bancario → se otorgó **independencia de instrumentos** del BCRP

En los años setenta el BCRP perdió totalmente su autonomía

- En 1970 se creó el **Consejo de Política Monetaria**, presidido por el Ministro de Economía y Finanzas con el mandato de formular la política monetaria
- El Consejo también tenía la potestad de aprobar las política de tasas de interés
- El financiamiento al gobierno pasó a realizarse de manera indirecta a través del Banco de la Nación

El crédito del Banco de la Nación se expande y aumenta la inflación

- ✓ El crédito del BCRP al Banco de la Nación creció mucho más que el crédito al gobierno
- ✓ En la medida que el crédito del Banco de la Nación al sector público se disparó, la inflación aumentó monotónicamente



Fuente: Memorias anuales del BCRP para las operaciones de crédito y BCRP para inflación

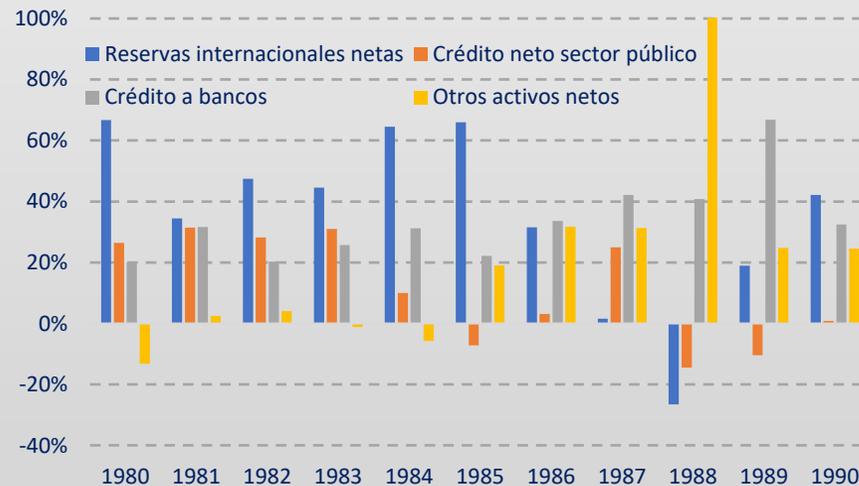
El camino hacia la hiperinflación

- La Constitución de 1979 mejoró la gobernabilidad del BCRP → estableció la forma de nombramiento y remoción de los miembros del directorio del BCRP que está vigente hasta hoy (y eliminó el Consejo de Política Monetaria)
- Sin embargo, continuó la dominancia fiscal a través de la aprobación de leyes especiales para financiar al gobierno y por la vía del crédito a los bancos públicos
- Como resultado, la política monetaria jugó un rol acomodativo frente a la política fiscal expansiva implantada, sobre todo en la segunda parte de la década
- El resultado lo conocemos – una inflación descontrolada

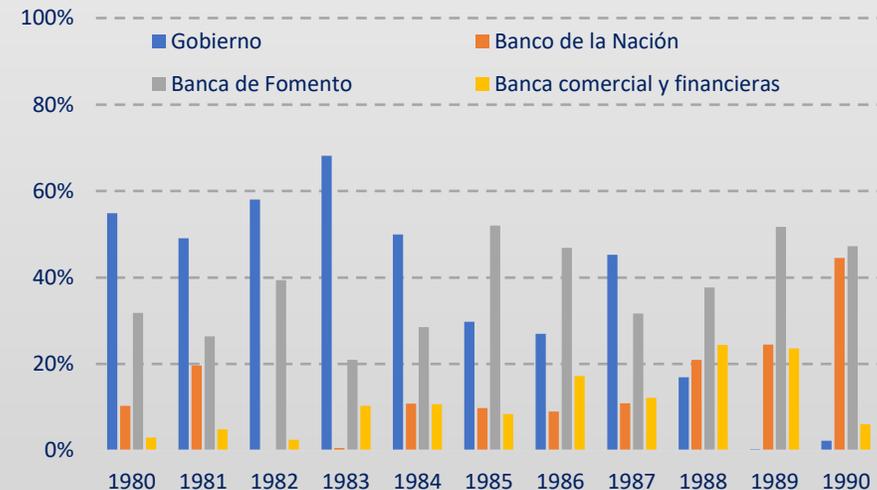
El activo del balance del BCRP muestra la dominancia fiscal a lo largo de la década

- ✓ En la primera parte de la década → reservas internacionales altas e importante crédito neto al sector público en medio de inflación creciente. Deuda refinanciada a 100 años y a 0.1% de interés
- ✓ En la segunda mitad de la década → el crédito directo al sector público cae y es a través de los bancos de fomento que se da el financiamiento, además de monetización por pérdidas del BCRP

Estructura del activo del BCRP



Composición del crédito del BCRP



Fuente: Memorias del BCRP

Nota: En el crédito a la banca de fomento, se incluye a los bancos Agrario, Industrial, Minero y de la Vivienda e Hipotecario. Se excluye el crédito a COFIDE y a FONAPS.

Luis I. Jácome

A finales de la década de los ochenta la economía de Perú tocó fondo

- La inflación subió a más de 7.000% en 1990
- La hiperinflación deterioró la capacidad adquisitiva de los ingresos y restringió y desincentivó la inversión y el crecimiento económico
 - ✓ El PIB por habitante cayó a niveles similares a los de 1960
- **Restablecer una inflación baja y estable** se volvió una imperiosa necesidad para detener el deterioro de las condiciones de vida de la gente y crear condiciones favorables para el desarrollo de la actividad económica

La reforma institucional de 1992

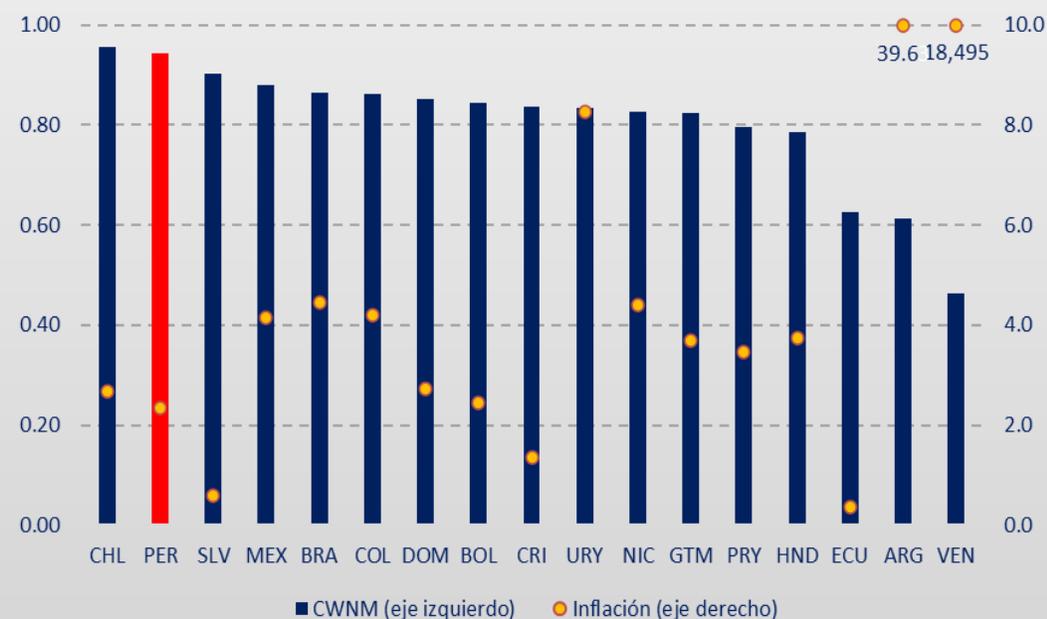
La Ley Orgánica de 1992 (Ley 26123)

- Dos innovaciones fundamentales
 - ✓ La ley establece que el BCRP tiene el **mandato único de “preservar la estabilidad monetaria”** y elimina la vinculación de las políticas de crédito y cambiarias con el desarrollo ordenado del país
 - ✓ **Prohíbe al BCRP “conceder financiamiento al tesoro público”**, excepto bajo la modalidad de compra de estos valores en el mercado secundario (propósito de regulación monetaria)
- El fortalecimiento institucional del BCRP fue incorporado a la **Constitución de 1993**, incluyendo la prohibición de financiar al gobierno
- La Ley 26123 se mantiene vigente hasta el momento – no se ha revertido la independencia del BCRP, como sí ha ocurrido en algunos países de la región
- Esta reforma fue el fundamento para la **modernización de la política monetaria** → implantación del régimen de metas de inflación y la consecución de la estabilidad de precios en la economía peruana

La independencia del BCRP en una perspectiva regional luego de la reforma

- El BCRP es hoy en día uno de los bancos centrales más independientes de América Latina
 - ✓ Medido a través de un índice de Cukierman et al. (1992) modificado, el BCRP ocupa el segundo lugar. (el índice varía entre 0 y 1 de forma que, cuanto mayor es el índice, mayor es la independencia del banco central)
 - ✓ El mismo resultado se encuentra cuando se incorpora al índice el criterio de rendición de cuentas (Jácome y Vázquez, 2008)
 - ✓ El BCRP también destaca frente a otros bancos centrales de afuera de la región (Canales-Krilienko, et al. (2010)
- Además, es uno de los países con menor inflación – excluyendo a Ecuador y El Salvador que están dolarizados y, por tanto, no tienen política monetaria

Independencia Legal del Banco Central e Inflación en América Latina 2020. Índice CWNM e inflación promedio 2016 – 2020 (en porcentaje)



Fuentes: El índice CWNM es el de Cukierman et al. (1992) modificado (Jácome 2022); inflación: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI.

El índice de IBC desagregado confirma el alto grado de independencia legal del BCRP

- El elevado grado de independencia del BCRP proviene de que cuenta con un claro mandato antinflacionario, de que goza de autonomía para formular su política monetaria y de que tiene prohibición legal de financiar al gobierno
- La forma como se designa a los miembros del directorio del BCRP y el tiempo para el que son nombrados sugiere que el BCRP es más vulnerable a influencias políticas que en el promedio de los países que implantaron inicialmente metas de inflación, pero menos que en el resto de Latinoamérica

	Gobernanza del banco central	Mandato	Formulación de política	Crédito al gobierno
Perú	0.716	1.000	1.000	1.000
Brasil, Chile, Colombia y México	0.837	1.000	0.918	0.903
Resto de América Latina	0.625	0.694	0.778	0.823

Fuente: Leyes de bancos centrales de los países.

Nota: La codificación de estos cuatro criterios usados está basada en el índice de Cukierman, Webb y Neyapti (1992) modificado (ver Jácome, 2022). La valoración de cada criterio varía entre 0 y 1 de forma que, cuanto mayor es el valor, mayor es la contribución a la independencia legal del banco central.

La fortaleza institucional del BCRP ha permitido enfrentar exitosamente el impacto de choques exógenos

- Una primera prueba fue a finales de los años noventa (crisis asiática, rusa, brasilera y el fenómeno de El Niño) → BCRP ayudó a prevenir una crisis bancaria sistémica (a diferencia de Colombia y, sobre todo, Ecuador)
- La credibilidad del BCRP estuvo en juego a raíz de la crisis financiera del mundo industrializado en 2008 → masiva salida de capitales de los países emergentes
 - ✓ El BCRP logró mantener la estabilidad de precios
 - ✓ El mercado monetario en pleno funcionamiento
 - ✓ Y el mercado de cambios sin mayor turbulencia
- Recientemente, el BCRP ha contribuido a moderar los efectos adversos de la **pandemia**

No obstante los logros alcanzados, aun hay espacio para apuntalar la institucionalidad del BCRP

- Preservar y fortalecer la independencia del BCRP es importante en este momento porque los bancos centrales en el mundo – y en Perú – podrían ser **víctimas de su éxito** → ocuparse de estimular el crecimiento económico (vuelta al pasado)
- Para lograr este propósito, se podría mejorar la gobernabilidad del BCRP a través de
 - ✓ **Extender el período de nombramiento de los miembros del directorio** del BCRP, bajo una modalidad que impida que el gobierno pueda controlar las acciones del directorio – aunque esto requiere **reforma constitucional**
 - ✓ **Formalizar el proceso de rendición de cuentas** → el gobernador del BCRP comparezca anualmente a una comisión especializada del legislativo para informar sobre las decisiones tomadas de política monetaria, los logros y los desafíos
 - ✓ **Aumentar la transparencia de las decisiones de política monetaria** publicando regularmente las minutas de las reuniones mensuales de política monetaria así como el resultado de la votaciones, como lo hacen, en mayor o menor medida, otros bancos centrales de la región que aplican metas de inflación

En conclusión, el BCRP ha debido recorrer un largo camino hasta alcanzar una política monetaria efectiva

- El BCRP contó en sus primeros años con un cierto nivel de autonomía para formular y ejecutar su política monetaria en un marco de baja inflación
- A partir de los años cuarenta se convirtió gradualmente en un banco de desarrollo a costa de una creciente inflación
- Solamente luego de que la inflación alcanzó cuatro dígitos – y, por tanto, un elevado costo económico y social – se otorgó independencia al BCRP → modernizar la política monetaria y transformarse en un banco central creíble (en el que la sociedad peruana confía)
- Si bien la **reforma institucional** del BCRP reviste gran relevancia, es igualmente importante que ella ha sido **respetada en la práctica por la clase política y la sociedad en general** → el BCRP es hoy uno de los bancos centrales con más reputación en América Latina – y entre los países emergentes
- Es necesario preservar la institucionalidad del BCRP. Revertir su independencia implicaría una pérdida de credibilidad de la política monetaria → restablecerla sería muy difícil y llevaría tiempo