



Política Monetaria del Banco Central: Una Perspectiva Histórica

*Por: Guillermo Guevara Ruiz**

La evolución de la economía peruana durante el presente siglo se caracteriza por la presencia de períodos de violentas fluctuaciones en las principales variables macroeconómicas que la política fiscal y monetaria deberían tratar de estabilizar.

En particular surge la pregunta de si el Banco de Reserva del Perú, creado en 1922, y el Banco Central de Reserva del Perú, creado en 1931, contribuyeron a la mencionada estabilidad macroeconómica; o si esto no fue así, cabe identificar las causas de esta desviación.

En el presente artículo, se ha efectuado un recuento histórico de las políticas adoptadas por el Banco Central y he llegado a la conclusión de que su dependencia de las políticas fiscales fue determinante para que hubiera episodios en los que la política monetaria no contribuyese a la estabilidad macroeconómica. Se identifican tres períodos de alta inflación hasta la década de los sesenta. El primero ocurrió en la segunda mitad de los años cuarenta, registrándose una tasa de inflación máxima de 45,8 por ciento en 1947. El segundo a mediados de los años cincuenta, cuando la tasa de inflación aumentó de 6,1 por ciento en 1956 a 16,1 por ciento en 1959. El tercer repunte inflacionario sucedió en los años sesenta, con una tasa máxima de 18,9 por ciento en 1967. Desde mediados de los años setenta y hasta 1990, se observaría una tendencia creciente en la tasa de inflación que desembocaría en un proceso

hiperinflacionario (tasa de inflación de 7 649,7 por ciento en 1990).

Asimismo, se dieron dispositivos legislativos que interfirieron claramente con la autonomía del Banco Central de Reserva, como en los casos del Decreto Ley N° 18240 que estableció el Consejo de Política Monetaria, encargado de dictar normas de política monetaria y cambiaria en 1969, así como el Decreto Supremo N° 159-87-EF, que dispuso que la política cambiaria sea fijada por el Ministerio de Economía y Finanzas en 1987.

I. Experiencia histórica: 1922-1990

1922-1930: Creación del Banco de Reserva del Perú

A inicios del presente siglo, el régimen monetario imperante fue el patrón oro metálico, que permitió una relativa estabilidad monetaria y bancaria a la economía peruana. Las necesidades de circulante fueron satisfechas con sucesivos aumentos en la acuñación e importación de oro por parte de los bancos. En un marco internacional favorable, este régimen monetario permitió mantener una gran estabilidad de la libra peruana de oro en relación con la libra esterlina.

El inicio de la Primera Guerra Mundial puso limitaciones al libre desplazamiento del oro,

* El autor agradece a Renzo Rossini y Adrián Armas por los comentarios a este trabajo, siendo responsabilidad del mismo exclusivamente del autor. Las opiniones vertidas en este artículo no representan necesariamente la opinión del Banco Central de Reserva del Perú.



afectando la continuidad del patrón oro. La menor disponibilidad de efectivo metálico produjo una paulatina desaparición de las monedas y una crisis de liquidez en los bancos, muchos de los cuales se vieron obligados a suspender sus créditos. Ante esta contingencia, el Estado ordenó la suspensión internacional del patrón oro en agosto de 1914, autorizando a los bancos la emisión de **cheques circulares al portador**.

En concordancia con esta reforma monetaria, se creó simultáneamente la Junta de Vigilancia de Cheques Circulares, encargada de firmar los cheques bancarios y mantener en custodia el efectivo metálico y los valores que garantizaban las respectivas emisiones. Sin embargo, la Junta de Vigilancia carecía de facultades para implementar medidas de política monetaria, lo que derivó en un aumento en la volatilidad de las tasas de interés y del tipo de cambio. La carencia de regulación monetaria determinó la necesidad de crear una institución con funciones de banca central, cuyas iniciativas fueron puestas a debate entre 1914 y 1920.

El Banco de Reserva del Perú se creó en marzo de 1922, como organismo regulador del sistema crediticio, siguiendo el modelo de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América. Se dispuso la disolución de la Junta de Vigilancia y la transferencia a la nueva entidad del oro y los demás fondos que garantizaban el curso de los cheques circulares, los que serían canjeados por los billetes bancarios de la nueva emisión. El capital del banco se constituyó en un 50 por ciento con aporte de los bancos comerciales y el resto con capital del público, sin derecho a voto.

La función principal del Banco de Reserva fue la de adecuar el crecimiento de los medios de pago a los requerimientos de la economía. Para ello, el Banco de Reserva emitiría billetes bancarios cuya circulación debía ser respaldada como mínimo en un 50 por ciento por oro.

Las otras finalidades del Banco de Reserva fueron:

- a. Recibir depósitos del sector público o privado;
- b. Otorgar créditos a los bancos accionistas mediante el descuento de vales, letras, giros o pagarés. Estos créditos no podían ser mayores a 90 días y estaban destinados preferentemente a brindar liquidez.
- c. Negociar en moneda extranjera que tuviera respaldo en oro, y con oro físico.
- d. Establecer las tasas de descuentos que debían cobrarse sobre cada tipo de operación.
- e. Actuar como Cámara de Compensación entre los bancos accionistas.

La política monetaria del Banco de Reserva se caracterizó principalmente por el uso de instrumentos como el descuento de pagarés garantizados con valores y redescuentos de documentos agrícolas y comerciales. De esta manera, el Banco inició sus operaciones fijando las siguientes tasas de descuento: 3 por ciento para operaciones provenientes de movilización de oro; 8 por ciento para vencimientos no mayores de 30 días y 8,5 por ciento para vencimientos entre 30 y 90 días. Adicionalmente, se estableció una tasa especial de 6 por ciento en favor de la agricultura.

El Banco de Reserva creó mayores medios de pagos al emitir a una tasa promedio de 3 por ciento anual entre 1922 y 1930. El crecimiento sostenido del producto durante este período^{1/} (4,8 por ciento en promedio), permitió que esta expansión monetaria no se reflejara en una mayor presión hacia precios. En cuanto al manejo cambiario, se mantuvo el régimen de flotación cambiaria, que permitió una depreciación anual promedio de 1 por ciento con respecto al dólar norteamericano. Cabe mencionar que se registró una tasa de inflación promedio anual^{2/} de -1,8 por ciento entre 1922 y 1930, que obedeció principalmente a la crisis internacional ocurrida a fines de la década, que conduciría a la necesidad de

^{1/} De 1922 a 1950, las cifras de variación del PBI real corresponden a Seminario y Beltrán (1998) "Crecimiento Económico en el Perú 1896-1995: nuevas evidencias estadísticas" *Documento de Trabajo N°32*, Lima:CIUP; de 1951 a 1978, al Instituto Nacional de Estadística (INEI) y de 1979 a 1998, al Banco Central de Reserva del Perú.

^{2/} De 1922 a 1936, la tasa de inflación corresponde a la variación del **Índice de Costo de la Vida** publicado en el *Anuario Estadístico del Perú*, Ministerio de Hacienda y Comercio; y de 1937 a 1998, al Instituto Nacional de Estadística (INEI).



Cuadro 1
INDICADORES MACROECONOMICOS: 1922-1930

	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	Prom. 22-30
<u>Variación %</u>										
PBI Real	8.6	6.9	9.4	2.6	10.2	1.8	6.4	10.5	-11.5	4.8
Inflación	-4.5	-5.3	3.9	7.0	0.5	-3.5	-6.7	-2.2	-4.5	-1.8
Devaluación	3.2	-8.6	2.0	1.6	7.9	-0.7	-7.0	-0.8	13.6	1.0
Emisión Primaria	2.8	0.0	8.1	12.5	-3.3	3.4	0.0	12.2	-6.9	3.0
<u>En millones de US\$</u>										
Balanza Comercial	36	46	33	21	26	35	41	41	34	35
Exportaciones	77	104	106	94	99	107	111	117	84	100
Importaciones	41	58	73	73	73	72	70	76	50	65

reformas institucionales en la conducción de las políticas fiscal y monetaria.

Dos características se pueden señalar sobre la gestión de esta primera institución:

1. La estabilidad de precios no constituyó un objetivo explícito del Banco de Reserva, ya que sus funciones se centraron en **dar elasticidad al circulante** a través de las operaciones crediticias.
2. La composición del Directorio del Banco, influido por la participación mayoritaria de los bancos accionistas (quienes nombraban a 6 de sus 10 miembros), señaló una falta de autonomía respecto a la banca. Bajo el control de los bancos accionistas, la política crediticia del Banco de Reserva se mostró crecientemente expansiva a través de operaciones de descuentos a los bancos y a menores tasas. De este modo, disminuyó el porcentaje de respaldo de la moneda. Por ejemplo, los descuentos aumentaron de 5 millones de libras peruanas a fines de 1923 a 16 millones de libras peruanas a fines de 1926, a costa de una reducción de la garantía en oro del circulante de 90 a 80 por ciento entre esos años. Parte de este mayor crédito

estuvo dirigido al financiamiento indirecto del fisco, al establecerse en 1924 una tasa preferencial de 5 por ciento para los redescuentos a los bancos de valores negociables emitidos por el Estado.

La Misión Kemmerer y la reforma monetaria-fiscal

La crisis cambiaria de 1929, vinculada con la caída de los precios de las principales exportaciones, la restricción del crédito internacional y las medidas

fiscales expansivas, tendría como resultado una depreciación acelerada de la moneda doméstica (13,6 y 26,4 por ciento en 1930 y 1931, respectivamente).

Durante esta crisis, el Banco de Reserva enfrentó una significativa pérdida de oro. Por las presiones de los bancos accionistas en el Directorio, se desestimaron las propuestas de aumentar la tasa de interés de los descuentos, que se requería en tales circunstancias. Con el agravamiento de la crisis, el Directorio suspendió la venta de oro y dejó flotar el tipo de cambio, que desde abril de 1928 había sido fijado en 4 dólares norteamericanos por libra peruana. Asimismo, el gobierno optó por controles de capital para contrarrestar las pérdidas de oro, como la prohibición de invertir en valores extranjeros y de



emitir valores nacionales cuyo pago se realiza en moneda extranjera.

Bajo este contexto de crisis económica mundial, el gobierno consideró oportuno en 1931 iniciar un proceso de reforma monetaria que abarcara los ámbitos de supervisión bancaria y que fueran complementadas con medidas de reformas fiscales y tributarias. Para ello, se invitó a la misión económica del profesor Edwin W. Kemmerer con el objeto de elaborar un plan de estabilización, una de cuyas recomendaciones fue la de fundación del actual Banco Central de Reserva del Perú, la cual se realizó en abril de 1931.

Las recomendaciones de la Misión Kemmerer tuvieron un carácter integral que comprendía no sólo medidas monetarias y de supervisión bancaria sino también fiscales y tributarias^{3/}. En primer lugar, se destacó la importancia de la coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, siendo la disciplina fiscal un elemento indispensable para emprender una política monetaria consistente con la estabilidad de precios. Las propuestas en el ámbito monetario señalaron la necesidad de un adecuado respaldo de la moneda, una supervisión a las empresas bancarias y los beneficios prudenciales de que los bancos mantuviesen respaldos patrimoniales. Por otro lado, la misión Kemmerer enfatizó la necesidad de evitar expansiones excesivas del gasto, la simplificación del régimen tributario y el mantenimiento de niveles de endeudamiento externo sostenibles en el mediano plazo.

En segundo lugar, un aspecto de gran trascendencia fue la importancia dada a los marcos institucionales requeridos en el diseño de la política monetaria y fiscal. La Misión recomendó una mayor independencia del Banco Central a través de la reducción de la injerencia de los grupos de interés en el diseño de la política monetaria.

Tomando en consideración estas prioridades, se dispuso la constitución de un Directorio más plural

compuesto de 10 miembros: 3 directores representantes del gobierno, 3 directores representantes de los bancos nacionales, 3 directores elegidos por los gremios más importantes: la Sociedad Nacional Agraria, las Cámaras de Comercio y la Sociedad Nacional de Industrias y, finalmente, un décimo director en representación del público.

Desafortunadamente, estas recomendaciones se dejaron parcialmente de lado en los siguientes años, por lo que la historia económica de las siguientes décadas se caracterizó por programas económicos expansivos que desembocaron posteriormente en crisis económicas (salvo períodos efímeros de ajustes).

Cabe mencionar que en este período se decidió el cambio de la unidad monetaria. Esta medida se tomó en 1930, para permitir ingresos reales al fisco mediante el señoreaje. El **Sol de Oro** se convirtió en nuestra nueva unidad monetaria mediante la Ley N° 6747, que permitió poner en circulación monedas de diez soles (S/. 10,00), equivalentes a una libra peruana, nuestra anterior unidad monetaria.

1931 – 1938: Los primeros años del Banco Central de Reserva

Junto con la creación del Banco Central de Reserva en 1931, el Perú readoptó el régimen de patrón oro metálico en mayo de dicho año, que sólo duraría once meses. Este sistema consistía en permitir la convertibilidad de los billetes bancarios por oro o por giros en oro, a elección del Banco Central. Esta propuesta no prosperó, entre otras causas, por el efecto internacional adverso que significó la suspensión del patrón oro en Inglaterra en setiembre de 1931 y la reducción del capital del Banco Central en octubre de 1931, a favor del Banco Agrícola, lo cual afectaría su capacidad de defender la convertibilidad de la moneda. La creación del Banco

^{3/} Un mayor detalle de estas propuestas legislativas se pueden encontrar en Banco Central de Reserva del Perú (1997) *La Misión Kemmerer en el Perú. Informes y Perspectivas*. Lima: BCRP.



Cuadro 2
COLOCACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ: 1933-1940
(Millones de soles)

Año	Gobierno (a)	Banca de Fomento (b)	Sub-total (a) + (b)	Banca Comercial	Total	Var. % Emisión Primaria	Tasa de Inflación
1933	27	-	27	14	41	42.9	-2.6
1934	34	-	34	26	60	15.5	2.0
1935	33	-	33	24	57	-0.8	1.3
1936	46	-	46	37	83	20.6	5.3
1937	45	-	45	38	83	13.2	6.6
1938	85	2	87	22	109	4.1	-4.1
1939	105	4	109	22	131	10.1	4.8
1940	130	7	137	15	152	11.7	9.2
Var.% Prom. Anual	68.5	87.6	69.6	2.6	28.3	14.0	2.7

Agrícola implicó una transferencia inicial de S/. 5 millones, que fue posteriormente ampliada por un nuevo aporte de S/. 3,5 millones en noviembre de 1931 (esta reducción del capital del Banco Central equivalió al 32 por ciento de su capital suscrito y pagado, que ascendía a S/. 26 millones). A esta pérdida prematura de parte de su capital, se añadiría otra reducción de S/. 1,5 millones como aporte a la Caja de Ahorros.

En cuanto al diseño de la política monetaria, el Banco Central de Reserva mantuvo la misma estructura de instrumentos monetarios que su antecesora. Así, se inyectó recursos a través de una política de créditos selectivos, mediante los descuentos y los redescuentos de valores del Tesoro y de documentos comerciales. Igualmente, el Banco Central continuó desempeñando las funciones de Cámara de Compensación de cheques.

Las operaciones de crédito efectuadas por el Banco Central de Reserva en sus primeros años de creación señalarían una tendencia de éste a desatender su función principal, la procura de la estabilidad monetaria, al favorecer al financiamiento del fisco. En su Ley Orgánica inicial, se prohibió el financiamiento al Estado con créditos del Banco Central, salvo la excepción de autorizar el redescuento a los bancos comerciales de letras del Tesoro giradas a cargo de la Caja de Depósitos y

Consignaciones en calidad de rentas por recaudar. Debido a que estos documentos eran de primera calidad y gozaban de una menor tasa de redescuento (5 por ciento), las necesidades de liquidez de la banca eran satisfechas con tales operaciones. Se dispuso adicionalmente, que estos créditos no excediesen a 90 días, tiempo en que maduraban dichos giros. De esta manera se permitió un modo de financiamiento indirecto al fisco.

En febrero de 1932, se realiza la primera operación de financiamiento directo al Estado. Mediante la Ley N°7488, el Gobierno dispuso el retiro de la circulación de los cheques circulares emitidos por la Junta de Vigilancia –la antecesora del Banco de Reserva-, obligando a que el Banco Central de Reserva entregase al Tesoro Público el importe de los cheques que no hubieran sido presentados al canje hasta febrero de 1933. Asimismo, en la citada Ley se dispuso que se otorgara un préstamo de S/. 2 millones al Tesoro como adelanto a cuenta, que correspondía a un estimado de los cheques circulares destruidos o totalmente perdidos.

Esta operación fue colateralizada con las acciones del Banco Central que poseía el Estado y que ascendían a S/. 1,5 millones. En 1933, este crédito se redujo a S/. 486 mil, al amortizarse parte del préstamo con la ejecución de la garantía de las acciones.



Cuadro 3
INDICADORES MACROECONOMICOS:1931-1940

	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	Prom. 31-40
<i>Variación %</i>											
PBI Real	-8.1	-3.8	11.3	13.5	9.4	4.8	1.3	1.6	0.5	1.9	3.0
Inflación	-6.5	-4.4	-2.6	2.0	1.3	5.3	6.6	-4.1	4.8	9.2	1.0
Devaluación	26.4	30.6	13.2	-18.3	-3.5	-4.1	-1.5	12.9	19.2	15.8	8.1
Emisión Primaria	-9.6	-9.4	42.9	15.5	-0.8	20.6	13.2	4.1	10.1	11.7	8.9
<i>En millones de Soles</i>											
Resultado Primario del Sector Público	-32	-11	-28	-43	0	-34	-25	-62	-54	-68	-36
Ingresos del Sec. Público	100	87	103	126	140	160	173	185	180	142	140
Gastos del Sec. Público	131	97	131	169	139	194	198	246	234	210	175
<i>En millones de US\$</i>											
Balanza Comercial	26	22	28	31	31	34	33	19	24	14	26
Exportaciones	55	38	48	70	74	84	92	77	72	66	68
Importaciones	29	16	20	39	43	50	59	58	48	52	41

Posteriormente, a mediados de 1933, el Gobierno dispuso la modificación de la Ley Orgánica del Banco Central para permitir la ejecución de una serie de leyes (números 7701, 7737 y 7760), que posibilitaron sucesivos créditos al Gobierno, hasta por un monto total de S/. 27 millones. Estos créditos fueron destinados a gastos de Defensa Nacional. A partir de estas medidas, se daría inicio a una crecientemente dependencia del fisco al financiamiento del Banco Central. Entre 1931 y 1940, la emisión primaria creció 134 por ciento (8,9 por ciento de promedio anual), parte del cual se debió a las mayores colocaciones del Banco Central al gobierno durante el período. De esta manera, entre 1933 y 1940, el financiamiento del instituto emisor al Estado creció en casi cuatro veces. Mientras que déficit promedio del sector público ascendió a S/. 36 millones entre 1931 y 1940.

La situación de nuestra economía en este período está marcada por el ciclo recesivo iniciada en 1929 y que prolongaría hasta 1933. La evolución decreciente de las tasas de inflación en los primeros años de la década de los treinta indica la intensidad de la repercusión que tuvo en nuestra economía esta crisis, afectando el dinamismo de los negocios y de las actividades productivas. Los precios internos entre 1931 y 1940 sólo crecieron en 10,8 por ciento, cifra

relativamente moderada que equivalió a una tasa de inflación anual promedio de 1 por ciento para la década.

El saldo de la balanza comercial durante la década registró cifras positivas (US\$ 26 millones de promedio anual), resaltando la evolución de los primeros años, cuando la contracción de las importaciones, asociada a la retracción de la demanda interna, más que compensó la caída de las exportaciones peruanas. Con la recuperación de la actividad económica para el resto de la década, la posición favorable de nuestro comercio exterior permitió que la economía mantuviese un saldo favorable en su balanza comercial.

Asimismo, durante este período se mantuvo un régimen de tipo de cambio libre frente al dólar norteamericano, con una apreciable volatilidad. Como efecto neto se observa que entre 1931 y 1940 el sol peruano se devaluó frente al dólar norteamericano a una tasa promedio anual de 8,1 por ciento.



Cuadro 4
INDICADORES MACROECONOMICOS: 1941-1948

	1941	1942	1943	1944	1945	1946	1947	1948	Prom. 41-48
<i>Variación %</i>									
PBI Real	0.1	-2.3	1.6	8.6	3.7	3.8	2.8	3.3	2.7
Inflación	10.5	8.5	12.3	13.2	11.1	12.4	45.8	13.7	15.4
Devaluación	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	92.9	12.0	10.8
Emisión Primaria	29.5	50.9	24.2	18.0	22.5	7.3	20.3	8.0	21.9
<i>En millones de Soles</i>									
Resultado Primario del Sector Público	-141	-175	-124	-177	-168	-189	-311	-408	-212
Ingresos del Sec. Público	187	234	299	329	368	491	660	686	407
Gastos del Sec. Público	328	409	424	506	537	680	971	1094	619
<i>En millones de US\$</i>									
Deuda Externa	83	83	83	87	87	91	92	89	87
Balanza Comercial	21	24	2	5	19	28	-10	-3	11
Exportaciones	76	76	71	84	104	151	106	103	96
Importaciones	55	52	69	79	85	123	116	106	86

1939-1948: La corriente estatista

El inicio de la Segunda Guerra Mundial y el consecuente clima de inestabilidad propiciaron el comienzo de una política de abierta intervención del Estado en la economía peruana. La aplicación de las medidas expansivas del gasto público explicaría la creciente tasa de inflación interna para el período, que lejos de ser corregida, fue reprimida mediante el establecimiento de controles de precios. Sin embargo, a pesar de dichos controles, la tasa de inflación acumulada entre 1941 y 1948 fue de 215,5 por ciento, equivalente a un promedio de 15,4 por ciento anual.

Paralelamente, los desequilibrios fiscales generados por una política de subsidios ocasionaron presiones sobre la balanza de pagos, que bajo el esquema de controles imperante en la época, condujeron al control del mercado cambiario. En junio de 1940, el precio del dólar norteamericano fue fijado en S/. 6,50, cotización oficial que se mantuvo inalterable hasta finales de 1949, provocando una sostenida

apreciación de nuestra moneda. Para reprimir la creciente demanda de divisas, en enero de 1945, el gobierno estableció un régimen de control de las importaciones y del comercio exterior.

En 1947, sin abandonar el tipo de cambio fijo, se permitió la existencia paralela de un mercado libre, en el que se llevaron a cabo un reducido número de transacciones económicas. Al crearse este mercado, el tipo de cambio sufrió una brusca modificación que significó una devaluación del sol de 92,9 por ciento con relación al dólar norteamericano, al pasar la cotización de S/.6,50 por US\$ en 1946 a S/. 12,54 por US\$ en 1947.

Los desequilibrios fiscales –explicados por los mayores gastos y los menores ingresos tributarios derivados de las operaciones de comercio exterior, principal fuente tributaria en esos tiempos- fueron inicialmente financiados por mayores gravámenes a las actividades tradicionales de exportación y la colocación de bonos del Tesoro Público. Esto último, aumentó el saldo de la deuda interna de S/. 327 millones a S/. 1 164 millones entre 1939 y 1949. Sin



Cuadro 5
COLOCACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU: 1941-1948
(Millones de soles)

Año	Gobierno (a)	Banca de Fomento (b)	Sub-total (a) + (b)	Banca Comercial	Total	Var. % Emisión Primaria	Tasa de Inflación
1941	182	7	189	14	203	29.5	10.5
1942	258	24	282	6	288	50.9	8.5
1943	343	14	357	10	366	24.2	12.3
1944	450	9	459	15	473	18.0	13.2
1945	570	4	574	25	599	22.5	11.1
1946	631	6	637	54	690	7.3	12.4
1947	721	42	763	70	833	20.3	45.8
1948	736	52	788	64	852	8.0	13.7
Var.% Prom. Anual	24.2	29.5	24.5	19.9	24.1	21.9	15.4

embargo, como la capacidad de absorción del mercado o la confianza del público en los títulos del gobierno fue reduciéndose paulatinamente, el Tesoro se vio en la necesidad de financiar sus déficit mediante créditos del Banco Central. Así, las colocaciones del Instituto Emisor al Gobierno aumentaron 3 veces entre 1941 y 1948. Los mayores créditos del Banco Central al Gobierno propiciaron una significativa creación de dinero entre 1941 y 1948 (21,9 por ciento de promedio anual), que al exceder a las necesidades originadas por un menor dinamismo en el sector real (2,7 por ciento de crecimiento del PBI), generarían mayores presiones inflacionarias sobre la demanda agregada.

1948-1956: Reformas y Estabilización

Este período se caracterizó por el retorno de tendencias que favorecían la libertad de comercio, el levantamiento de controles, la eliminación de los subsidios y un mayor papel del mercado en la conducción de la economía. La crisis generalizada del período anterior hizo necesaria la reorientación de la política económica: el déficit fiscal era elevado, el desequilibrio cambiario agudo y el declive de las exportaciones marcado, como consecuencia de la rígida política de tipo de cambio y de la pérdida de algunos mercados por la guerra.

Inicialmente, para enfrentar la crisis cambiaria el Banco Central amplió la cobertura del mercado libre (cuyo promedio en 1948 fue de S/. 14,05 por US\$), sin eliminar el tipo de cambio oficial a razón de S/. 6,50 por US\$. Los exportadores recibían en certificados negociables en el mercado libre, un monto equivalente al 55 por ciento del valor exportado. Por el 45 por ciento restante, el exportador recibía soles al tipo de cambio oficial. De esta manera, el Estado mantuvo el 45 por ciento de los ingresos de divisas para destinarlas a las importaciones de alimentos, medicinas y otros productos prioritarios.

No obstante, al considerar el Gobierno que los numerosos desequilibrios económicos existentes requerían de un reordenamiento en los campos monetario y fiscal, dispuso en 1949, la contratación en los Estados Unidos de América de una Misión Económica y Financiera, la que fue dirigida por el economista Julius Klein. Dicha Misión diagnosticó a la inflación como la causa principal de la crisis económica y que este fenómeno debería ser atribuido a la expansión monetaria excesiva causada por los déficit fiscales.

Siguiendo las recomendaciones de la Misión Klein, se produjo un segundo momento en el proceso de liberalización de la economía, destacando las siguientes recomendaciones:



Cuadro 6
COLOCACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU: 1949-1956
(Millones de soles)

Año	Gobierno (a)	Banca de Fomento (b)	Sub-total (a) + (b)	Banca Comercial	Total	Var. % Emisión Primaria	Tasa de Inflación
1949	717	77	794	97	891	9.0	18.7
1950	660	149	809	129	938	13.7	9.5
1951	760	100	860	124	984	17.0	7.9
1952	908	121	1 029	184	1 214	15.2	6.8
1953	1 005	201	1 206	418	1 625	15.7	8.6
1954	1 126	414	1 540	159	1 699	8.8	4.8
1955	1 027	507	1 534	313	1 848	6.4	4.4
1956	1 393	515	1 908	201	2 109	23.6	6.1
Var.% Prom. Anual	8.3	33.1	11.7	15.4	12.0	13.6	8.3

- Aplicación de un esquema de flotación cambiaria.
- Autorización a los bancos comerciales para recibir depósitos en moneda extranjera.
- Obligación del Banco Central de Reserva de entregar a los exportadores certificados por el 100 por ciento de las divisas recibidas, lo que implicó pasar a un régimen de flotación cambiaria.
- Eliminación de todos los subsidios del Estado, con la sola excepción de los que se otorgaban para la importación de trigo, hasta un máximo de 150 mil toneladas al año.
- Derogación de todas las disposiciones existentes sobre el control de precios, excepto para el pan y los combustibles.

En un contexto de retorno a tendencias liberales, se condujo una política monetaria menos expansiva, particularmente en el manejo del crédito otorgado al Gobierno. Así, los créditos del Banco Central al Gobierno aumentaron 8 por ciento promedio anual entre 1949 y 1956, tasa significativamente menor a la observada en el período anterior (24 por ciento promedio anual entre 1941 y 1948). Este manejo menos expansivo condujo a la reducción en el ritmo de creación de dinero, registrándose una tasa promedio de 13,6 por ciento anual entre 1949 y 1956 (frente al 21,9 por ciento de promedio anual registrado entre 1941 y 1948).

En mayo de 1951, con el fin de esterilizar parte del aumento en los medios de pago y disminuir el ritmo de expansión del crédito, se ampliaron los límites del encaje mínimo legal a 20 por ciento y el marginal a 50 por ciento para los depósitos y obligaciones a la vista; y a 10 por ciento el encaje mínimo legal y 25 por ciento el marginal para los depósitos y obligaciones a plazo y de ahorros. El encaje marginal se aplicaría a todo aumento de depósitos a partir del 17 de mayo de dicho año.

En setiembre de 1951 se adoptaron medidas complementarias de regulación selectiva del crédito orientadas a desalentar la concesión de créditos para importaciones de artículos de lujo. En diciembre, se redujo a 30 y 15 por ciento, el encaje marginal que se había fijado para los depósitos vista así como plazo y ahorro, respectivamente.

En 1953 aumentó de manera considerable la oferta monetaria (15,7 por ciento) motivada por el aumento en las operaciones de crédito, en particular al Tesoro. En abril de ese año se modificó el encaje mínimo legal y marginal de los bancos comerciales a 20 y 50 por ciento para los depósitos y obligaciones a la vista; y a 10 por ciento como encaje mínimo legal y 25 por ciento marginal para los depósitos y obligaciones a plazo y de ahorros. En setiembre se dispuso que los bancos comerciales se abstuvieran de otorgar nuevos créditos a favor del Estado, así



Cuadro 7
INDICADORES MACROECONOMICOS: 1949-1956

	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	Prom. 49-56
<u>Variación %</u>									
PBI Real	7.5	7.9	8.2	6.2	5.3	6.5	4.8	4.3	6.3
Inflación	18.7	9.5	7.9	6.8	8.6	4.8	4.4	6.1	8.3
Devaluación	29.5	-15.2	-1.6	2.4	8.9	16.2	-2.6	0.3	4
Emisión Primaria	9	13.7	17	15.2	15.7	8.8	6.4	23.6	13.6
<u>En millones de Soles</u>									
Resultado Primario									
del Sector Público	-223	-332	112	8	-531	-180	-34	-542	-215
Ingresos del Sec. Público	920	1 383	2 150	2 209	2 160	2 426	2 846	3 010	2 138
Gastos del Sec. Público	1 143	1 715	2 037	2 200	2 692	2 607	2 880	3 553	2 353
<u>En millones de US\$</u>									
Deuda Externa	85	84	81	82	96	95	145	154	103
Balanza comercial	-47	49	36	-11	-29	29	-13	-22	-1
Exportaciones	171	198	259	246	228	254	281	320	245
Importaciones	218	149	223	257	257	225	294	342	246
RIN	67	27	39	40	31	36	32	48	40

como ampliar los existentes fuera de los límites pactados; debiendo regir esta disposición también para los créditos a favor de empresas privadas, destinados a financiar obras públicas.

Como resultado de la liberalización del mercado cambiario en 1950, el sol peruano se devaluó en 137 por ciento respecto al tipo de cambio oficial de S/. 6,50 por US\$. Sin embargo, dicha cotización representó una revaluación de 15 por ciento con respecto al tipo de cambio del restringido mercado libre existente en 1949 (S/. 18,19 por US\$). Este sistema de tipo de cambio libre estaría en vigencia doce años. Durante ese período, el Banco Central se limitó a un papel estabilizador contra las fluctuaciones bruscas del tipo de cambio en el corto plazo.

El régimen de tipo de cambio libre, el favorable entorno externo (aumento de los precios de los minerales por la Guerra de Corea e incremento de la demanda de los productos pesqueros en los mercados internacionales) y la mayor producción de minerales

(con el inicio de la explotación de los yacimientos de hierro en Marcona y de cobre en Toquepala) favorecieron el incremento de las exportaciones peruanas.

Adicionalmente, se restableció el clima de confianza hacia el Perú luego del arreglo de la deuda externa peruana en dólares, que estaba en mora desde 1931, lo que junto con la estabilidad macroeconómica, permitieron que el Perú volviera a ser sujeto de crédito en el ámbito internacional. El crecimiento económico observado entre 1949 y 1956 (6,3 por ciento de promedio anual), fue el resultado de tres factores básicos: el retorno al régimen de libertad económica que implicó la eliminación de los controles de precios y subsidios; el alza de las cotizaciones de las exportaciones peruanas que provocó la guerra de Corea; y en tercer lugar, las fuertes inversiones del exterior, atraídas por el clima de libertad y estabilidad económica que gozaba el país.



Cuadro 8
COLOCACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU: 1957-1961
(Millones de soles)

Año	Gobierno	Banca de Fomento	Sub-total	Banca Comercial	Total	Var. % Emisión Primaria	Tasa de Inflación
	(a)	(b)	(a) + (b)				
1957	1 804	783	2 587	470	3 057	10.2	6.9
1958	2 334	905	3 239	395	3 634	8.7	9.0
1959	3 260	992	4 252	159	4 411	32.5	16.1
1960	3 263	766	4 029	141	4 170	14.7	2.4
1961	3 373	758	4 131	115	4 246	19.3	8.4
Var.% Prom. Anual	19.3	8.0	16.7	-10.6	15.0	16.8	8.5

La estabilidad alcanzada en el período y la coherencia global de las políticas aplicadas permitieron una gradual reducción de los índices de inflación, hasta ubicarla en 4,4 por ciento en 1955.

1957-1961: Un episodio de alta inflación

Un segundo episodio de alta inflación se observó en 1959 (16,1 por ciento) como consecuencia del deterioro de las cuentas fiscales que se inició en 1956. Así, en 1957, 1958 y 1959 el resultado primario del sector público fue negativo en 0,8, 1,9 y 2,5 por ciento del PBI, respectivamente. Estos

desequilibrios fiscales fueron financiados por una política crediticia expansiva del Banco Central. Entre 1957 y 1959, el crédito del Banco Central al Gobierno creció 134 por ciento (19 por ciento de promedio anual).

Desde setiembre de 1956, el Banco Central adoptó medidas de regulación de redescuentos, fijando una tasa de 6 por ciento para las operaciones de crédito que no excediesen del 40 por ciento del capital y reservas de cada institución bancaria, y de 8 por ciento cuando sobrepasen de dicho porcentaje, hasta

Cuadro 9
INDICADORES MACROECONOMICOS: 1957-1961

	1957	1958	1959	1960	1961	Prom. 57-61
<u>Variación %</u>						
PBI Real	6.8	-0.6	3.7	12.2	7.4	5.8
Inflación	6.9	9.0	16.1	2.4	8.4	8.5
Devaluación	-0.8	22.7	18.1	-1.2	-1.8	6.9
Emisión Primaria	10.2	8.7	32.5	14.7	19.3	16.8
<u>Como % del PBI</u>						
Resultado Primario del Sector Público	-0.8	-1.9	-2.5	-0.3	-1.1	-1.3
Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-6.7	-6.1	-2.0	-0.3	-0.5	-3.2
<u>En millones de US\$</u>						
Deuda Externa	165	176	188	162	161	171
Balanza comercial	-71	-53	42	103	81	20
Exportaciones	331	292	323	444	510	380
Importaciones	402	345	281	341	429	360
RIN	15	11	40	56	93	43



un máximo de 75 por ciento del citado capital y reservas de cada banco.

En 1957, los bancos financiaban el crédito con déficit de encaje. Para evitarlo, en diciembre de dicho año la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) elevó a 18 por ciento la tasa que los bancos debían pagar por dicho déficit.

Las dificultades de índole externa e interna acentuaron el desequilibrio económico, por lo que en agosto de 1959 se acordó un programa complementario de reajuste que consideraba la necesidad de un presupuesto balanceado y una adecuada política monetaria y crediticia. El programa de estabilización fue encargado al Ministro de Hacienda Pedro Beltrán, quien dispuso entre sus primeras medidas la corrección de precios de los combustibles, que aún permanecían bajo el control del Gobierno.

Asimismo, se aplicó una política monetaria contractiva, reduciéndose la tasa de variación de la emisión primaria de 32,5 por ciento en 1959 a 14,7 por ciento en 1960. Este manejo prudencial de los recursos del Banco Central se reflejó en un financiamiento casi nulo al Gobierno, y en reducciones al crédito otorgado a la banca de fomento y a la banca comercial entre 1956 y 1960 (23 y 11 por ciento, respectivamente).

Por su parte, se permitió que el tipo de cambio se devalué 18 por ciento (de S/. 23,40 a S/. 27,50 por US\$), para evitar la pérdida de reservas internacionales en que incurría el Banco Central al intervenir en el mercado cambiario. Cabe mencionar que el tipo de cambio se mantuvo estable entre 1954 y 1957 a un valor aproximado de S/. 19,00 por US\$. Sin embargo, este esfuerzo representó una caída de reservas internacionales del Banco Central por US\$ 33 millones en 1957. Para esa fecha, las presiones deficitarias de la balanza de pagos obligaron a una menor intervención por parte del Instituto Emisor,

que produjo una devaluación de la moneda nacional de S/. 19,00 a S/.23,40 por US\$. Los resultados de este programa de estabilización y mejora de las finanzas públicas permitieron la reducción de la tasa de inflación a 2,4 por ciento en 1960.

1962-1967: Expansión del gasto público y crisis cambiaria

Hacia fines de 1962 la economía comenzaba a mostrar una desaceleración, luego de que en los años previos tuviera un crecimiento promedio anual superior al 9 por ciento, asociado en gran medida al dinamismo del sector exportador (las tasas de crecimiento del PBI entre 1960 y 1962 fueron de 12,2; 7,4 y 8,4 por ciento, respectivamente; que se explicaron en gran medida por la puesta en funcionamiento de Toquepala y el inicio del *boom* de la harina de pescado). Esta desaceleración en la actividad productiva se reflejó en una disminución del crecimiento del PBI a 3,7 por ciento en 1963.

En este período el gasto público tuvo un incremento significativo, pasando de 15,3 por ciento del PBI en 1962 a 21,2 por ciento en 1967. En un inicio el Gobierno buscó aumentar los impuestos, elevándose la presión tributaria de 15,2 a 16,7 por ciento del PBI entre 1962 y 1963, pero que fue insuficiente para evitar el aumento del déficit fiscal que pasó de 1,1 en 1962 a 5,2 por ciento del PBI en 1967. Como reflejo de esta evolución, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de 1,2 a 6,3 por ciento en el mismo período.

De 1962 a 1967, la emisión primaria tuvo una expansión superior al crecimiento del producto (13,1 por ciento promedio anual de la emisión primaria versus 5,9 por ciento, del PBI real), lo que se reflejó en un incremento de precios (11 por ciento de inflación promedio anual). Parte importante de esta expansión se explicó por el crédito al Gobierno y a la banca de fomento, que aumentaron en dicho período 15,1 y 13,1



Cuadro 10
INDICADORES MACROECONOMICOS: 1962-1967

	1962	1963	1964	1965	1966	1967	Prom. 62-67
<u>Variación %</u>							
PBI Real	8.4	3.7	6.6	4.9	8.4	3.8	5.9
PBI Real Percápita	5.3	0.7	3.6	2.0	5.4	0.9	3.0
Inflación	4.7	8.8	11.4	14.8	7.7	18.9	11.0
Devaluación	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	2.4
Emisión Primaria	10.9	14.1	22.2	14.1	8.0	9.8	13.1
Términos de Intercambio	-,	5.4	2.0	2.1	15.3	-8.4	3.0
<u>Como % del PBI</u>							
Resultado Económico del Sector Público	-1.1	-6.8	-4.7	-5.1	-4.3	-5.2	-4.5
Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-1.2	-2.5	0.4	-3.8	-5.5	-6.3	-3.2
Deuda Pública Externa	4.9	5.7	6.2	6.5	8.6	11.1	7.1
<u>En millones de US\$</u>							
Balanza Comercial	78	37	167	25	-23	-68	36
Exportaciones	556	555	685	685	788	742	669
Importaciones	478	528	518	660	811	810	634
RIN	116	134	160	175	149	119	142
RIN (meses de importaciones)	2.3	2.5	2.8	2.5	1.7	1.4	2.2

por ciento promedio anual, respectivamente. Cabe señalar que junto con el financiamiento del Banco Central, a partir de 1964 se recurre a préstamos del Banco de la Nación, creado en 1963 sobre la base de la Caja de Depósitos y Consignaciones.

Por su parte, el gobierno utilizaría el encaje para establecer un mecanismo de asignación de recursos. En particular, autorizó que los fondos de encaje se constituyesen mediante depósitos en la banca de fomento y en el Banco de la Nación. Así, entre las principales modificaciones al régimen de encaje durante el período se pueden mencionar:

- a. Creación de un encaje adicional de 63 por ciento en 1961 para los incrementos en las obligaciones sujetas a encaje a partir de esa fecha, cuyos fondos debían ser depositados en

el Banco de Fomento Agropecuario, que perduró hasta enero de 1963.

- b. En junio de 1965 se estableció un encaje básico de 30 por ciento, así como un encaje adicional de 40 por ciento, que debía ser depositado en cualquiera de los bancos estatales de fomento a la producción.
- c. En 1967, se reduce el encaje básico a 28 por ciento, mientras que se imponen dos encajes adicionales: uno de 20 por ciento sobre el incremento de las obligaciones sujetas a encaje a partir de 31 de mayo de 1965 y el otro de 20 por ciento sobre las mayores obligaciones captadas a partir del 15 de setiembre de 1967.

De otro lado, la aceleración del proceso inflacionario, en un contexto de fijación de tasa de interés máximas, determinaron que durante la mayor parte del período



Cuadro 11
COLOCACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU: 1962-1967
(Millones de soles)

Año	Gobierno	Banca de Fomento	Sub-total	Banca Comercial	Total	Var. % Emisión Primaria	Tasa de Inflación
	(a)	(b)	(a) + (b)				
1962	3 062	1 194	4 256	186	4 442	10.9	4.7
1963	3 717	1 165	4 882	97	4 979	14.1	8.8
1964	4 895	1 321	6 216	28	6 244	22.2	11.4
1965	4 884	2 010	6 894	108	7 001	14.1	14.8
1966	6 945	1 230	8 175	242	8 416	8.0	7.7
1967	7 849	1 585	9 434	487	9 921	9.8	18.9
Var.% Prom. Anual	15.1	13.1	14.8	27.2	15.2	13.1	11.0

las tasas de interés pasivas, en términos reales, fueran negativas, observándose el mayor deterioro en 1967 (11,7 por ciento).

En cuanto al papel de la política cambiaria, a partir de 1960. El Banco Central adoptó un régimen de flotación cambiaria, pero que en la práctica permitió mantener al tipo de cambio en una cotización fija de S/. 26,80 por US\$. En un inicio la evolución favorable de los precios internacionales evitó presiones sobre las cuentas externas. Posteriormente, se recurrió a un mayor endeudamiento externo y a la venta de dólares por parte del Banco Central, que significó una caída de reservas internacionales de US\$ 175 millones en 1965 a US\$ 119 millones en 1967. El 31 agosto de 1967, luego de una pérdida de US\$ 8 millones en ese día, el Banco Central se retiró del mercado cambiario, produciéndose una devaluación del 41 por ciento en setiembre de ese año.

Precisamente en 1967, la inflación alcanzó su nivel más alto desde 1948 (18,9 por ciento). En 1968, luego de varias postergaciones, se aprobó un conjunto de medidas fiscales orientado a aumentar la recaudación y reducir los gastos de capital. Estas medidas se tradujeron en una caída en el PBI per cápita superior al 2 por ciento.

Durante este período, la expansión de la demanda interna impulsó el crecimiento de las importaciones. Entre 1962 y 1967, estos crecieron sostenidamente pasando de US\$478 millones a US\$ 810 millones. En contraste, las exportaciones, que estuvieron afectadas

por la fijación del tipo de cambio, mostraron un crecimiento bastante menor, pasando de US\$ 556 millones a US\$ 742 millones, observándose un déficit comercial a partir de 1966. Este déficit fue financiado principalmente con endeudamiento externo del sector público, créditos de corto plazo para las exportaciones y las reservas internacionales del Banco Central.

1968-1975: Intervención estatal y brote inflacionario

Luego de un período de ajuste (1967-1968), el entrante Gobierno militar mantuvo los lineamientos de política plicados en el período anterior, tales como un creciente gasto público, la fijación del tipo de cambio y una elevada protección a la producción doméstica. Adicionalmente, el Estado aumentó su participación en la economía.

El déficit fiscal aumentó de manera sostenida desde 0,5 por ciento en 1969 hasta un nivel máximo de 8,1 por ciento en 1975. En un inicio no se presentaron desequilibrios significativos en la balanza de pagos, debido a la recuperación de los precios internacionales y al acceso a los mercados de capitales externos (hasta 1972, el déficit en cuenta corriente se mantuvo en aproximadamente 1 por ciento del PBI).

Sin embargo, bajo un contexto de recesión mundial y crisis del petróleo en 1974, las presiones de la demanda interna sobre la balanza de pagos se



Cuadro 12
INDICADORES MACROECONOMICOS: 1968-1975

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	Prom. 68-75
<i>Variación %</i>									
PBI Real	0.4	3.8	5.9	4.2	2.9	5.4	9.3	3.4	4.4
PBI Real Percápita	-2.4	0.9	2.9	1.3	0.0	2.5	6.3	0.6	1.5
Inflación	9.8	5.7	5.6	7.6	4.3	13.8	19.2	24.0	11.1
Devaluación	40.6	0.5	-0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.7	4.5
Emisión Primaria	6.0	14.1	48.1	5.8	30.7	6.9	42.0	5.6	18.8
Términos de Intercambio	-1.8	11.2	-2.3	-11.9	-7.8	24.4	10.3	-9.5	0.9
<i>Como % del PBI</i>									
Resultado Económico del Sector Público	-1.7	-0.5	-0.7	-1.2	-2.5	-3.9	-5.9	-8.1	-3.1
Déficit Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-0.9	0.0	2.9	-1.0	-1.0	-3.6	-10.1	-15.4	-3.8
Deuda Pública Externa	14.5	15.5	13.1	12.4	12.5	13.9	16.2	18.6	14.6
<i>En millones de US\$</i>									
Balanza Comercial	167	221	334	159	133	79	-395	-1 092	-49
Exportaciones	840	880	1 034	889	945	1 112	1 513	1 335	1 069
Importaciones	673	659	700	730	812	1 033	1 908	2 427	1 118
RIN	103	140	323	295	439	532	809	407	381
RIN (meses de importaciones)	1.4	1.9	4.0	3.5	4.8	4.6	3.9	1.6	3.2

acentuaron, observándose déficit en cuenta corriente de 10,1 y 15,4 por ciento del PBI en 1974 y 1975, respectivamente. Este deterioro determinó en 1975 una pérdida de reservas internacionales de US\$ 400 millones, la desaceleración de la actividad productiva y un incremento sostenido en la tasa de inflación hasta alcanzar el 24 por ciento en dicho año.

Durante el período de 1968-1975, se buscó que la participación del Estado en la actividad empresarial pudiera compensar la caída en la actividad privada. Ello llevó al Estado a mantener un continuo crecimiento del gasto público, en particular del gasto de capital orientado a proyectos de inversión. Entre 1968 y 1975, el déficit económico promedio del sector público bordeó el 3 por ciento del PBI, mostrando una tendencia creciente a lo largo del período. Así, luego de que este déficit se redujese a menos del 1 por ciento en 1969 (como consecuencia del conjunto de medidas fiscales aplicado en 1968), se dio una fase de crecimiento del gasto. Ante la poca disposición de mejorar la recaudación, los crecientes déficit fueron

financiados a través de crédito del Banco Central y con creciente endeudamiento externo, el cual entre 1971 y 1975 se incrementó en 300 por ciento. En 1975, por primera vez en diez años, el ahorro en cuenta corriente del sector público fue negativo y el déficit fiscal se elevó a 8 por ciento, ejerciendo fuerte presión negativa en las cuentas externas (el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue de 15,4 por ciento del PBI en 1975).

La concepción del Estado como elemento fundamental para incentivar el desarrollo de la industria nacional, llevó a una serie de expropiaciones al capital extranjero y nacional y creó nuevas empresas públicas (PetroPerú, Centromín, Enafer, HierroPerú, entre otras) y extendió sus actividades a nuevos sectores económicos (Pesca Perú, Electro Perú, InduPerú, Epsa, etc.). Estas empresas, afectadas por un manejo ineficiente y por los controles de precios, generaron déficit importantes, que en 1975 fueron equivalentes al 4,4 por ciento del PBI. Asimismo, el Estado desplazó



a la inversión extranjera en la ejecución de grandes proyectos de inversión con largos períodos de maduración y financiados con préstamos externos.

La política monetaria se distinguió por su carácter acomodaticio respecto a la política fiscal y por buscar orientar el financiamiento a actividades económicas específicas. Cabe mencionar que el Banco Central de Reserva desarrolló su política monetaria, durante este período, en un marco institucional que no le aseguraba independencia del Gobierno, porque las decisiones se basaron en las metas de expansión de crédito dictadas por los planes económicos del Gobierno. Esta situación se agravaría al crearse el Consejo de Política Monetaria (mediante Decreto-Ley N° 18240), encargada de planear y conducir la política monetaria, crediticia y cambiaria del país.

En el período 1969-1970, la emisión primaria se expandió a una tasa de 69 por ciento, muy por encima del aumento en el nivel de actividad económica (10 por ciento). En un contexto de tipo de cambio fijo, el crecimiento de la oferta monetaria por encima de la demanda por dinero, se traduciría en una pérdida de reservas y en presiones inflacionarias en los años siguientes.

A partir de este período, la participación del crédito del Banco Central al gobierno fue disminuyendo de 81 por ciento en 1969 a 24 por ciento en 1975, mientras que los sectores que fueron aumentando su participación en las colocaciones del Banco Central fueron la banca de fomento de producción y la banca comercial, pasando de una participación de 12 y 7 por ciento en 1969 a 35 y 25 por ciento en 1975, respectivamente. Asimismo, a partir de 1971 se inicia el financiamiento al Banco de la Nación. Esta modificación en la participación del crédito por sectores señala la creciente importancia que adquirieron las operaciones cuasifiscales del Banco Central dentro de la estrategia presupuestal del Estado.

Por su parte, el Banco Central distorsionaba la asignación de crédito, de acuerdo con las prioridades sectoriales y regionales establecidas por el gobierno, fijándose coeficientes de cartera a los bancos comerciales en abril de 1969. De esta manera, se estableció la obligación para los bancos comerciales con oficina principal en Lima de destinar no menos del 60 por ciento de todo aumento en las colocaciones a sectores predeterminados, como la industria, el comercio, la agricultura y ganadería y la pesca.

De otro lado, durante este período se introdujeron múltiples regulaciones al encaje que eliminaron su efectividad como instrumento de política monetaria, mientras que la aceleración de la inflación y el mantenimiento de las tasas máximas de interés determinarían tasas de interés reales negativas.

La política de encajes establecida propiciaría un mayor gasto del gobierno, al proporcionar mayores recursos al fisco. Por ejemplo, se autorizó a los bancos comerciales para constituir fondos de encaje con depósitos en el Banco de la Nación y/o tenencias de Bonos de Inversión Pública.

Algunos hechos significativos en el manejo de encaje durante este período fueron:

- a. Una disminución de las tasas de encaje entre 1968 y 1969. En 1968, se redujo el encaje básico de la banca comercial de 28 a 25 por ciento. En 1969, el segundo encaje adicional se redujo de 20 a 10 por ciento, el cual debía depositarse a la vista en el Banco de la Nación. Este banco estaba autorizado a remunerar dichos depósitos hasta por el 4 por ciento de interés anual.
- b. Se estableció una nueva estructura de encaje diferenciando por instituciones y por regiones del país, favoreciendo a la banca de fomento y la banca regional con menores tasas. Así, en 1969 la banca regional tuvo un encaje básico de 20 por ciento sobre las obligaciones sujetas



Cuadro 13
COLOCACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU: 1968-1975
(Millones de soles)

Año	Gobierno	Banco de La Nación	Banca de Fomento	Sub-total	Banca Comercial	Otros	Total	Var. % Emisión Primaria	Tasa de Inflación
	(a)	(b)	(c)	(a) + (b) + (c)					
1968	9 764	-	1 325	11 089	595	-	11 685	6.0	9.8
1969	9 733	-	1 423	11 156	832	-	11 988	14.1	5.7
1970	9 756	-	2 173	11 929	1 592	-	13 521	48.1	5.6
1971	9 769	2 064	2 776	14 609	2 165	-	16 773	5.8	7.6
1972	10 079	2 083	4 883	17 045	2 033	-	19 079	30.7	4.3
1973	9 947	988	6 870	17 805	2 033	-	19 838	6.9	13.8
1974	9 908	1 141	10 322	21 371	2 483	-	23 854	42.0	19.2
1975	9 870	5 902	14 408	30 180	10 401	749	41 329	5.6	24.0
Var.% Prom. Anual	2.9	30.0	31.8	15.6	46.6	100.0	19.5	18.8	11.1

- a encaje y sólo un adicional de 15 por ciento para el incremento de dichas obligaciones.
- c. Las tasas de encaje para la banca comercial a noviembre de 1976 fueron: 20 por ciento de encaje básico y dos encajes adicionales, uno de 20 por ciento para las mayores obligaciones sujetas a encaje captadas a partir del 31 de mayo de 1965 y el otro de 10 por ciento para las mayores obligaciones captadas a partir del 15 de setiembre de 1967.
- d. Los fondos de encaje podían ser constituidos a través de un amplio grupo de activos, tales como las existencias en caja de los bancos y los depósitos a la vista en el Banco Central, las aceptaciones del Banco Industrial, los bonos de Inversión Pública, las inversiones a empresas de propiedad social y los depósitos en el Banco de la Nación y en los bancos de fomento a la producción.

La permanencia de encajes adicionales por casi una década significó un desincentivo para aquellos bancos que mostraban más eficiencia en la captación de depósitos, debido a que no podían disponer de recursos para ser canalizados en actividades rentables. Asimismo, se impuso una mayor penalización para los depósitos de ahorro y de plazo, los cuales representaban para el banco un mayor costo al generar tasas de interés pasivas y estar sujetas a la misma tasa de encaje que los depósitos a la vista.

Dado que la política monetaria aplicada durante estos años se basó en un sistema de racionamiento, que consideraba restricciones cuantitativas al crédito y el otorgamiento de líneas de crédito por parte del Banco Central para al financiamiento de actividades productivas consideradas prioritarias para el Gobierno, las tasas de interés no cumplían ningún papel. Se buscó entonces una reducción progresiva de las tasas de interés para fomentar la inversión del sector privado en aquellas áreas en las que todavía éste no tenía presencia alguna.

La aceleración de la inflación a partir de 1974, puso en evidencia la ineficacia de la fijación de las tasas de interés como medida para promover la inversión. La existencia de tasas reales negativas lejos de incentivar la inversión del sector privado condujo a una reducción de los fondos prestables y a menores niveles de intermediación financiera por parte de la banca privada. Es así, que 1974 y 1976 se registraron tasas pasivas promedio reales negativas de 6,4 y 16,9 por ciento, respectivamente.

En cuanto a la política cambiaria, el Banco Central estableció dos mercados: el mercado de certificados de divisas y el de giros. El mercado de certificados de divisas, que concentró la mayor parte de operaciones, el tipo de cambio se fijó en S/. 38,70 por US\$ y el segundo, luego de un breve período de flotación, también se fijó en S/. 43,38 por US\$. Si bien la devaluación de 1967 dio un margen importante de subvaluación al sol, este se perdería rápidamente por

Cuadro 14
INDICADORES MACROECONOMICOS: 1976-1980

	1976	1977	1978	1979	1980	Prom. 76-80
<i>Variación %</i>						
PBI Real	2.0	0.4	0.3	5.8	5.2	2.7
PBI Percápita	-0.8	-2.3	-2.3	3.1	2.4	0.0
Inflación	44.7	32.4	73.7	66.7	60.8	54.9
Devaluación	27.3	51.1	106.7	31.2	29.2	46.5
Emisión Primaria	48.1	24.4	50.7	106.0	76.2	58.7
Términos de Intercambio	-8.3	-5.5	-12.0	22.6	1.5	-1.0
<i>Como % del PBI</i>						
Resultado Económico del Sector Público	-8.8	-8.6	-5.4	-1.0	-3.9	-5.6
Déficit Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-10.1	-7.0	-1.3	6.1	-1.9	-3.0
Deuda Pública Externa	22.6	30.4	42.2	37.1	29.3	32.1
<i>En millones de US\$</i>						
Balanza Comercial	-672	-418	370	1 765	861	381
Exportaciones	1 344	1 730	2 038	3 719	3 951	2 556
Importaciones	2 016	2 148	1 668	1 954	3 090	2 175
RIN	-179	-484	-592	426	1 480	130
RIN (en meses de importaciones)	-0.9	-2.3	-3.5	2.1	4.4	0.0

la aceleración de la inflación, afectando con ello la competitividad de las exportaciones.

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos comenzó a aumentar a partir de 1973, debido al crecimiento de las importaciones. En 1975 se alcanzó el déficit más alto en la cuenta corriente (15,4 por ciento del PBI) que, ante la retracción de los mercados internacionales, ocasionó una pérdida de reservas internacionales de US\$ 402 millones. En 1974, las reservas internacionales equivalieron a aproximadamente 4,6 meses de importaciones; un año más tarde después de la disminución de las reservas internacionales, pasaron a representar sólo 1,6 meses.

1975-1980: Políticas de ajuste en un contexto externo favorable

Dado los niveles insostenibles de los déficit externos, el nuevo gobierno militar aplicó una serie de intentos de estabilización que fueron poco exitosos entre 1975 y 1978, debido a los significativos desequilibrios fiscales generados por los altos niveles de gasto, en particular los referidos a gastos de defensa, subsidios y los proyectos de gran envergadura. Entre 1976 y 1978, el déficit fiscal promedio fue de 7,6 por ciento del PBI

El acceso al crédito externo permitió postergar el ajuste hasta 1978.

Con el incumplimiento de un acuerdo con el FMI y la retracción de los préstamos externos, en 1978 se inició un severo plan orientado a reducir y reorientar el gasto, a promover una devaluación real y a renegociar la deuda externa. Adicionalmente, se realizó un primer



Cuadro 15
COLOCACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU: 1976-1980
(Millones de soles)

Año	Gobierno	Banco de La Nación	Banca de Fomento	Sub-total	Banca Comercial	Otros	Total	Var. % Emisión Primaria	Tasa de Inflación
	(a)	(b)	(c)	(a) + (b) + (c)					
1976	10 181	38 180	25 654	74 015	14 151	5 121	93 287	48.1	44.7
1977	9 932	64 943	38 669	113 544	9 103	8 208	130 855	24.4	32.4
1978	16 792	95 429	64 287	176 508	17 695	11 708	205 911	50.7	73.7
1979	21 411	128 920	76 423	226 754	11 204	15 714	253 672	106.0	66.7
1980	185 663	35 292	107 460	328 415	9 822	17 637	355 874	76.2	60.8
Var.% Prom. Anual	79.8	43.0	49.5	61.2	-1.1	88.1	53.8	58.7	54.9

proceso de liberalización comercial, se introdujo medidas para reducir el aparato estatal y se buscó promover las exportaciones mediante mecanismos tributarios.

El conjunto de medidas de 1978 incluyó una reducción de subsidios (a través de elevaciones en los precios de la gasolina y de los alimentos). Por el lado del gasto, se contrajo el gasto de capital y se congeló las plazas en el sector público, llevándose a cabo un programa de incentivos para reducir el aparato estatal. Estas medidas contribuyeron a la reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos en dicho año (de 15,4 por ciento del PBI en 1975 a 1,3 por ciento del PBI en 1978). El programa de estabilización coincidió con un favorable desarrollo externo (elevación del precio de la plata en 75 por ciento) y la puesta en funcionamiento de proyectos en el sector minero y petrolero (tales como el oleoducto Norperuano) que permitieron recuperar rápidamente el crecimiento del producto, mejorar las finanzas públicas y alcanzar en 1979, un superávit significativo en la cuenta corriente de la balanza de pagos (6,1 por ciento del PBI).

Entre 1976 y 1978, la emisión primaria y el circulante se incrementaron a una tasa promedio anual de 40 y 30 por ciento, respectivamente. Esta mayor emisión tuvo como destino el incremento del crédito al Banco de la Nación y la banca de fomento (50 y 43 por ciento de aumento promedio anual, respectivamente). A partir de 1979, la evolución favorable de las exportaciones llevó a una monetización importante de las reservas

internacionales que influyeron en las tasas elevadas de expansión de la emisión primaria y el circulante entre 1979 y 1980 (262 y 200 por ciento, respectivamente).

En noviembre de 1976, el Banco Central de Reserva reformula el sistema de encaje. Las características principales de esta reforma comprendieron:

- a. La supresión de los encajes adicionales existentes y el establecimiento de mayores tasas de encaje para los depósitos a la vista con respecto a los depósitos de ahorro y plazo. Así, se estableció que la banca comercial debía mantener un encaje de 46 por ciento para sus depósitos a la vista y 31 por ciento para los depósitos de ahorro y plazo. Sin embargo, aún se mantuvo el criterio de favorecer con menores tasas de encaje a la banca regional y a las instituciones de fomento, las cuales debían mantener un encaje de 25 por ciento para los depósitos a la vista y de 6 por ciento para sus obligaciones de ahorro y plazo.
- b. Se estableció que los fondos de encaje estarían constituidas sólo por:
 - Los billetes y monedas en las bóvedas de los bancos.
 - Los depósitos en las cuentas corrientes que mantenían los bancos en el Banco Central. Asimismo, se determinó el pago de una remuneración de 5,5 por ciento anual, tasa que promediaba los intereses ganados en las distintas



Cuadro 16
PRINCIPALES TASAS DE INTERES EN MONEDA NACIONAL
ESTABLECIDAS POR EL BCRP PARA EL SISTEMA FINANCIERO
(Porcentajes anuales)

	Hasta 76.06.30	Desde 76.07.31	1977 Mar. 1	1978 Ago. 1	1979 Nov. 1	1979 Feb. 1
ACTIVA (MAXIMA) ^{1/}						
Banca comercial	12.0	15.5	17.5	27.5	31.5	32.5
Comisiones	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Impuestos	7.0	7.0	7.0 ^{2/}	10.0	10.0	17.0
PASIVAS (MAXIMAS)						
Depósitos a la vista	-,	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Depósitos de ahorro	5.0	9.0	11.5	23.5	29.0	30.5
Cédulas hipotecarias	9.0	11.0	14.0	26.0	31.5	33.0
Depósitos a plazo						
Banca comercial						
De 90 a 179 días	7.0	10.0	13.0	25.0	30.5	31.0
De 180 a 359 días	7.0	12.0	15.0	27.0	30.5	31.5
TASAS DE REDESCUENTO						
Banca comercial	9.5	12.5	14.5	24.5	28.5	29.5
Banco Agrario	1.0	4.0	6.0	16.0	20.0	21.0

1/ Para operaciones activas entre intermediarios financieros y usuarios finales hasta 360 días en cualquiera de sus modalidades, excluidas aquéllas sujetas al sistema de reajuste de deudas y créditos promocionales.

2/ Hasta el 1978.11.01, corresponde a la tasa de 270 a 359 días.

inversiones en las que se destinaban los fondos de encaje anteriores a esta reforma.

El empleo de tasas de encaje elevadas y diferenciadas permitiría reducir la capacidad de expansión secundaria de dinero de los intermediarios financieros, para atenuar el impacto expansivo de las operaciones crediticias y cuasifiscales del Banco Central, orientadas a cubrir las necesidades del Gobierno.

En 1977 se fijó para los depósitos en moneda extranjera de la banca comercial y estatal de fomento tasas de encaje de 15 por ciento para las obligaciones a la vista y a plazo menores a 90 días y de 6 por ciento para el resto de depósitos en moneda extranjera. A finales de 1980, se establecería una tasa de encaje marginal para la banca comercial de

100 por ciento para los depósitos de moneda extranjera a la vista y menores de 90 días.

En lo que resta de este período, se aprecia un progresivo incremento en las tasas de encaje para depósitos en moneda nacional, siempre favoreciendo los depósitos menos líquidos con menores tasas. Así a finales de 1980, la banca comercial debía mantener encajes del 64, 38 y 43 por ciento para sus depósitos a la vista, plazo y ahorro, respectivamente.

A lo largo de este período de estabilización (1976-1980), esta política de encaje con tasas crecientes favoreció al proceso de represión financiera, fenómeno resultante de la fijación de las tasas de interés. De esta manera, el Banco Central de Reserva fijaba las tasas de interés activas y pasivas máximas para las operaciones de las entidades del sistema financiero. La estructura de tasas vigente se utilizó como un instrumento de control directo de la política



monetaria que buscaba reducir el costo financiero de la inversión y fomentar mayores niveles de crecimiento. La tasa de interés activa promedio entre 1978 y 1980 fue de 22 por ciento, que en un contexto de alta inflación (54,9 por ciento para el mismo período), representó un subsidio al crédito.

Por su parte, con la finalidad de fomentar el ahorro, las tasas de interés pasivas se establecieron en niveles muy cercanos a los de las tasas activas. Así por ejemplo, durante 1979, el *spread* entre la tasa activa y la tasa de los depósitos de ahorro alcanzó 2,5 puntos porcentuales, margen que no reflejaba los costos de intermediación ni el costo de oportunidad de las empresas del sistema financiero. Este esquema de política monetaria, junto con los altos niveles de inflación, degeneró en un proceso de desintermediación financiera creciente.

Cabe señalar que los sostenidos niveles de inflación indujeron a que el coeficiente de dolarización - medido como la proporción de la liquidez del sistema bancario en moneda extranjera con respecto a la liquidez total- se incrementó de 1 por ciento en 1972 a 16 por ciento en 1978.

En el ámbito cambiario, este período se inició con la unificación de los mercados cambiarios a la tasa más alta (S/. 45,00 por US\$). A partir de entonces se aplicaron varios regímenes cambiarios, desde un esquema de asignación de divisas hasta un programa de minidevaluaciones. Entre 1976 y 1979, se registra la mayor devaluación hasta ese entonces, acumulándose una tasa de 380 por ciento.

1980-1985: Expansión del gasto y ajuste posterior

En 1980, año que marcó el retorno a regímenes democráticos, la economía peruana heredó una situación favorable en el sector externo y unas finanzas públicas relativamente equilibradas, aunque con un elevado servicio de deuda externa. Si bien el

Gobierno señalaba la necesidad de reducir la inflación y revertir muchas de las reformas estatistas, los primeros años se caracterizaron por la aplicación de una política fiscal expansiva, sustentada principalmente en proyectos de inversión. La política monetaria era pasiva, y básicamente financiaba los déficit fiscales mediante emisión primaria. El déficit del sector público se elevó sucesivamente de 1 por ciento del PBI en 1979 a 10 por ciento del PBI en 1983, afectado además por una severa recesión.

Esta tendencia se revertiría en 1981 con el incremento de las tasas de interés internacionales y la caída de precios externos de los productos exportables. En 1983, a los desequilibrios ya existentes se sumó una serie de desastres naturales (inundaciones en el norte del país, sequías en el sur y variaciones en las corrientes marinas), que afectaron negativamente la producción doméstica, en particular de los bienes transables. En ese año, el sector pesca cayó 36 por ciento y la industria 19 por ciento. Desde mediados de ese año se tomaron medidas para reducir el déficit fiscal y, adicionalmente, se revirtió el proceso de liberalización comercial y se ejecutó una política cambiaria más activa.

A partir de 1984, el gobierno tomó medidas para reducir el déficit fiscal y disminuir de este modo el déficit en cuenta corriente. Los principales componentes de este ajuste fueron los incrementos en los precios y tarifas del sector público; la reducción del gasto público y restricción del servicio de deuda externa (evitando confrontarse con los acreedores) y la mejora en casi dos puntos en la presión tributaria derivada del reajuste del precio de los combustibles y de los impuestos al comercio exterior. Hacia 1985 el déficit del sector público se había reducido a 3,2 por ciento con efectos favorables sobre las cuentas externas, lo que permitió acumular un nivel de reservas internacionales equivalente a 6,5 meses de importaciones. Sin embargo, el servicio de la deuda se mantuvo relativamente elevado y la economía crecía a tasas apenas superiores al crecimiento de la población.



Cuadro 17
INDICADORES MACROECONOMICOS: 1981-1985

	1981	1982	1983	1984	1985 Prom.	81-85
<i>Variación %</i>						
PBI Real	5.1	-0.6	-11.9	5.1	2.8	-0.1
PBI Real Percápita	2.5	-3.0	-14.0	2.7	0.6	-2.4
Inflación	72.7	72.9	125.1	111.5	158.3	105.6
Devaluación	44.4	65.8	34.8	120.1	245.6	89.7
Emisión Primaria	47.2	17.1	96.8	92.7	530.6	110.4
Términos de Intercambio	-12.0	-8.1	4.8	-6.0	-7.8	-6.0
<i>Como % del PBI</i>						
Resultado Económico del Sector Público	-6.8	-7.6	-10.0	-6.7	-3.2	-6.9
Déficit Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-8.9	-8.2	-5.4	-1.4	-0.3	-4.9
Deuda Pública Externa	24.7	27.4	44.0	46.7	63.6	40.6
<i>En millones de US\$</i>						
Balanza Comercial	-474	-378	314	1 027	1 224	343
Exportaciones	3 328	3 343	3 036	3 193	3 047	3 189
Importaciones	3 802	3 721	2 722	2 166	1 823	2 847
RIN	793	914	889	1 125	1 493	1 043
RIN (meses de importaciones)	1.8	2.2	2.8	4.3	6.5	3.5

En este período, se registró un rápido incremento del financiamiento del Banco Central al sector público entre 1980 y 1983, cuya evolución sería parcialmente corregida en los años 1984 y 1985. Asimismo, la persistencia de fijar topes máximos a las tasas de interés conllevó el agravamiento de la represión financiera. Durante este período, la tasa de crecimiento de las colocaciones del Banco Central tuvo un comportamiento disímil. Se registraron tasas

de 108 y 352 por ciento en los años 1981 y 1983, en tanto que en los años 1982, 1984 y 1985 se registraron tasas menores (32, 48 y 65 por ciento, respectivamente). Los sectores que recibieron el mayor financiamiento fueron el sector público y la banca de fomento.

En cuanto a la evolución de los encajes, se puede mencionar los siguientes hechos:

Cuadro 18
COLOCACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU: 1981-1985
(Miles de millones de soles)

Año	Gobierno (a)	Banco de La Nación (b)	Banca de Fomento (c)	Sub-total (a) + (b) + (c)	Banca Comercial	Otros	Total	Var. % Emisión Primaria	Tasa de Inflación
1981	350	140	189	679	35	26	739	47.2	72.7
1982	518	1	351	870	22	81	973	17.1	72.9
1983	2 867	24	881	3 772	434	190	4 395	96.8	125.1
1984	2 329	720	1 900	4 949	710	858	6 518	92.7	111.5
1985	2 986	845	3 491	7 322	1 736	1 702	10 761	530.6	158.3
Var.% Prom. Anual	74.3	88.7	100.6	86.1	181.5	149.4	97.7	110.4	105.6



- a. Al inicio de los ochentas, el Banco Central intentó una estrategia de reducciones discretas de las tasas de encaje como forma de enfrentar los efectos de la represión financiera. Sin embargo, estas medidas fueron prontamente abandonadas por la necesidad de control de la liquidez, que se expandía ante las presiones financieras del fisco. Hasta finales de 1981, las tasas de encaje de la banca comercial llegaron a 58, 15 y 23 por ciento para las captaciones a la vista, a plazos y de ahorros, respectivamente.
- b. En 1982, el Banco Central propuso una nueva reducción del encaje, que consistió en la obligación de encajar solamente por el depósito promediado en enero de ese año. Con ello, se estableció una reducción gradual y automática de la tasa de encaje en la medida en que la banca captaba más depósitos.
- c. En octubre de 1984, las tasas de encaje básicas se igualaron a 15 por ciento para todo tipo de depósito e institución (con excepción de una tasa de 6 por ciento para los depósitos a plazo y de ahorro de los Bancos de Vivienda y de la Nación). Sin embargo, las presiones del Banco Central por controlar la liquidez lo obligó a establecer, en diciembre de dicho año, un encaje marginal de 50 por ciento para todos los depósitos captados por la banca comercial y regional. Esta tasa de encaje marginal se elevaría a 75 por ciento en agosto de 1985. El proceso de inflación iniciado durante el segundo quinquenio de la década del setenta, se acentuó entre 1980 y 1985, lo mismo que las distorsiones sobre la estructura de las tasas de interés. De esta manera, las tasas de interés reales continuaron siendo negativas y el margen financiero de los bancos se redujo aún más. Ello condujo a un mayor grado de desintermediación financiera, que se expresó en menores niveles de crédito

y liquidez para la banca comercial. Fruto de esta evolución, el grado de monetización de la economía se redujo ligeramente, pasando de 17 por ciento en 1982, a 16 por ciento en 1985; mientras que el grado de dolarización del cuasidinero, al convertirse el ahorro en moneda extranjera en la alternativa más eficaz para hacer frente a la inflación creciente y a las tasas de interés reales negativas del sistema financiero, se incrementó significativamente (de 30 por ciento en 1980, a 53 por ciento en 1984).

Por otro lado, el Banco Central corrigió parcialmente las distorsiones producidas por las tasas de interés, al incrementar progresivamente los niveles máximos establecidos por éste. Así, la tasa activa máxima aumentó desde niveles de 32,5 por ciento en 1980 a 66 por ciento en 1984. Estas medidas lograron algún efecto positivo sobre los niveles de intermediación financiera a inicios del quinquenio, especialmente durante 1981 y 1982. Sin embargo, debido al ritmo inflacionario creciente de los años posteriores, estas medidas no lograron aminorar los efectos de represión financiera que la fijación de tasas de interés estaba generando.

Por su parte, en este período se distinguen dos manejos diferentes de las políticas de devaluaciones. En un inicio, esta medida fue utilizada como parte de una estrategia antiinflacionaria, lo que, en un contexto de creciente gasto público, apertura comercial y coyuntura externa desfavorable, contribuyó a deteriorar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, sin que finalmente pudiera reducirse la inflación. Así, entre 1979 y 1982 el tipo de cambio real se apreció en aproximadamente 20 por ciento. Posteriormente, entre 1983 y 1985, se revirtió esta tendencia, acumulándose una devaluación real de 27 por ciento.



Cuadro 19
PRINCIPALES TASAS DE INTERES EN MONEDA NACIONAL
ESTABLECIDAS POR EL BCRP PARA EL SISTEMA FINANCIERO
(Porcentajes anuales)

	1981		1982	1983	1984
	May. 1	May. 15	Ene.14	Set. 1	Dic.15
ACTIVA (MAXIMA) 1/					
Banca comercial	49.5	47.5	47.5	60.0	66.0
Comisiones	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Impuestos	-.	-.	-.	-.	8.0
PASIVAS (MAXIMAS)					
Depósitos a la vista	2.0	2.0	55.0	60.0	66.0
Depósitos de ahorro	50.5	50.5	55.0	60.0	66.0
Cédulas hipotecarias	52.0	51.0	55.0	60.0	66.0
Depósitos a plazo					
Banca comercial					
De 90 a 179 días	51.5	51.5	55.0	60.0	66.0
De 180 a 359 días 2/	52.0	52.0	55.0	60.0	66.0
TASAS DE REDESCUENTO					
Banca comercial	46.5	44.5	44.5	60.0	66.0
Banco Agrario	29.0	29.0	29.0	46.0	55.0

1/ Para operaciones activas entre intermediarios financieros y usuarios finales hasta 360 días en cualquiera de sus modalidades, excluidas aquellas sujetas al sistema de reajuste de deudas y créditos promocionales

2/ Hasta el 1978.11.01, corresponde a la tasa de 270 a 359 días.

1985-1990 Recesión e hiperinflación

La política económica aplicada a partir de agosto de 1985 significó un retorno a los esquemas de intervención adoptados anteriormente entre 1968 y 1975, descuidándose en forma extrema los equilibrios macroeconómicos básicos. Ello llevó a una fuerte presión sobre las cuentas externas que inicialmente trató de ser contrarrestada con el establecimiento de tipos de cambio múltiples, aranceles diferenciados y la moratoria del pago de la deuda externa. Hacia 1988 los desequilibrios eran de tal magnitud que hicieron infructuosos los intentos de estabilización y terminaron generando un proceso hiperinflacionario. Como resultado de estas políticas, entre 1988 y 1990, el PBI per cápita cayó en 32 por ciento y la inflación

alcanzó niveles mensuales superiores a 50 por ciento. Los efectos de la hiperinflación y la recesión sobre la distribución del ingreso determinaron una caída de los salarios reales de aproximadamente 54 por ciento en esos años y un deterioro en la calidad de vida y de la infraestructura del país. Asimismo, se observaron niveles negativos de reservas internacionales, una marcada desintermediación financiera y la caída drástica de la presión tributaria.

Durante este quinquenio, la política monetaria se caracterizó por el uso de la emisión primaria para el financiamiento del gasto público, así como para el otorgamiento de créditos a la banca de fomento, en particular al Banco Agrario. En este sentido, la emisión primaria fue la principal fuente de



Cuadro 20
INDICADORES MACROECONOMICOS 1986-1990

	1986	1987	1988	1989	1990	Prom. 86-90
<i>Variación %</i>						
PBI Real	10.0	8.4	-8.8	-11.7	-3.8	-1.6
PBI Real Percápita	7.6	6.1	-10.6	-13.4	-5.6	-3.6
Inflación	62.9	114.5	1 722.3	2 775.3	7 649.7	972.5
Devaluación	40.8	77.4	827.0	1 383.0	4 574.3	593.6
Emisión Primaria	68.9	111.0	438.2	1 783.3	5 214.0	618.9
Términos de Intercambio	-10.9	2.3	8.2	-3.5	-9.6	-3.0
<i>Como % del PBI</i>						
Resultado Económico del Sector Público	-9.7	-13.5	-16.3	-13.2	-8.7	-12.3
Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos	-5.9	-5.6	-7.7	-1.7	-3.8	-5.0
Deuda Pública Externa	48.1	42.4	69.0	54.5	51.8	52.9
<i>En millones de US\$</i>						
Balanza Comercial	-73	-500	-134	1 246	399	188
Exportaciones	2 576	2 715	2 731	3 533	3 321	2 975
Importaciones	2 649	3 215	2 865	2 287	2 922	2 788
RIN	958	43	-352	357	531	307
RIN (meses de importaciones)	3.1	0.1	-1.0	1.2	1.6	1.0

financiamiento de los crecientes déficits fiscales, en un contexto de restricciones de préstamos externos. Cabe mencionar que durante este período se llevó a cabo una marcada expansión del gasto público. De un déficit económico de 3,2 por ciento en 1985 se pasa a un déficit promedio de 11,0 por ciento para el quinquenio 1985-1990, con un valor máximo de 16,3 por ciento en 1988.

Al respecto, el crédito del Banco Central al sector público -incluyendo el Banco de la Nación- y a la banca de fomento se expandieron a tasas exponenciales, aumentando de 74 y 149 por ciento en 1986 a 5 992 y 2 838 por ciento en 1990, respectivamente. En el caso de la banca de fomento, las mayores colocaciones estuvieron dirigidas principalmente al sector agrario, las cuales pasaron de representar el 56 por ciento de las colocaciones totales de la banca de fomento en 1985, a 96 por ciento en 1990. La emisión primaria no reflejó entre 1986 y 1987 las mayores colocaciones del Instituto

Emisor, debido a que la expansión de la emisión primaria por origen interno fue contrarrestada por la acelerada pérdida de reservas internacionales. Así, mientras el crédito del Banco Central creció en 164 por ciento en promedio, la emisión primaria sólo lo hizo en 87 por ciento. Con el agotamiento de las reservas internacionales, las colocaciones del Banco Central representaron íntegramente una mayor emisión primaria, lo cual se reflejaría en las tasas de inflación alcanzadas a partir de 1988 (niveles mayores a los 4 dígitos).

Por otro lado, el Banco Central mantuvo al encaje como principal instrumento de control de la liquidez frente a la creciente expansión de los medios de pago por las operaciones crediticias a favor del gobierno. Si bien permanecieron las tasas básicas de finales de 1984, se impusieron altas tasas de encaje marginal para la banca comercial y regional para todos sus depósitos, que agudizaron el proceso de represión financiera. Así, en agosto de 1985, la tasa de encaje



Cuadro 21
COLOCACIONES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU: 1986-1990
(Nuevos soles)

Año	Gobierno (a)	Banco de La Nación (b)	Banca de Fomento (c)	Sub-total (a) + (b) + (c)	Banca Comercial	Otros	Total	Var. % Emisión Primaria	Tasa de Inflación
1986	5 003	1 664	8 694	15 361	3 195	1 683	20 239	68.9	62.9
1987	32 514	7 844	22 778	63 136	8 746	2 969	74 851	111.0	114.5
1988	54 800	67 800	121 000	243 600	79 100	12 000	334 700	438.2	1 722.3
1989	15 600	1 634 500	3 454 000	5 104 100	1 574 400	33 000	6 711 500	1 783.3	2 775.3
1990	4 835 800	95 675 100	101 472 000	201 982 900	13 014 100	3 458 000	218 455 000	5 214.0	7 649.7
Var.% Prom. Anual	338.4	925.1	681.1	672.9	495.6	358.7	626.9	618.9	972.5

marginal llegó a 75 por ciento, reduciéndose en octubre de 1986 a 64 por ciento, valor que perduraría hasta junio de 1990. Cabe mencionar, que entre marzo de 1987 y junio de 1990, como una forma de reducir el desincentivo de la banca comercial a efectuar operaciones de intermediación en provincias, se redujo la tasa de encaje marginal a 50 por ciento para las captaciones efectuadas fuera de la capital.

Asimismo, se mantuvo el control sobre las tasas de interés, lo que en un contexto hiperinflacionario agudizó el proceso de desintermediación financiera. Así, la liquidez y el crédito, luego de representar 16 y 13 por ciento del PBI en 1985, disminuyeron su participación en 1990 hasta 5 y 3 por ciento del PBI, respectivamente.

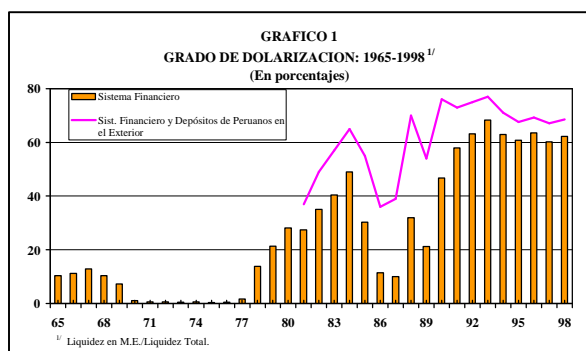
La moneda extranjera continuó siendo un medio de ahorro que brindó protección contra la inflación y la devaluación.

La confiscación de los depósitos mantenidos en

moneda extranjera en el sistema financiero ocurrido en 1985, disminuyó el coeficiente de dolarización reportado en el sistema financiero, pero no eliminó los incentivos a mantener moneda extranjera como instrumento para protegerse contra la inflación. Es así que, a pesar de haberse reducido el coeficiente de dolarización en dichos años, la preferencia por parte de los agentes no cambió. Lo único que se logró fue una recomposición en el destino del portafolio de los agentes vía la fuga de capitales a través de depósitos en el extranjero o tenencias de billetes y monedas en poder del público. En 1987, el coeficiente de dolarización alcanzó un nivel de 12 por ciento, pero si redefinimos dicho coeficiente considerando los depósitos de peruanos en el exterior se alcanza un coeficiente de 42 por ciento.

La política cambiaria también fue utilizada para reducir la inflación. Después de una devaluación inicial de 12 por ciento del tipo de cambio oficial en agosto de 1985, se procedió a congelar el tipo de cambio. A pesar de la ganancia inicial de paridad, hacia 1986 se comienza a observar una pérdida importante en el tipo de cambio real. Las minidevaluaciones de enero a julio de 1987 y los ajustes cambiarios posteriores fueron insuficientes para mejorar el tipo de cambio real, dada la aceleración del proceso inflacionario.

Esta pérdida trató de ser compensada con el uso de varios mercados (Mercado Único de Cambios, mercado libre del sistema bancario, mercado para los exportadores, al que se añadió el mercado informal) que daban múltiples tipos de cambios efectivos. En





1987, por ejemplo, existían ocho tipos de cambio para la exportación. Junto con la estructura arancelaria vigente, este esquema generó una dispersión significativa en la protección, encontrándose un sesgo importante en perjuicio de los sectores de exportación. Asimismo, esta política de tipos de cambio múltiples generó un déficit cuasifiscal importante en esos años.

Los tipos de cambio múltiples se diferenciaban por tipo de producto de exportación y de importación de bienes y servicios. Este sistema se caracterizó por mantener tipos de cambios compra por encima de los de venta. El diferencial era cubierto por el Banco Central con emisión primaria, constituyéndose en otro factor inflacionario. A su vez, estos tipos de cambio se aplicaban sobre una estructura arancelaria compleja y sobre restricciones cuantitativas como las licencias y las prohibiciones a importar.

Cabe mencionar un episodio de interferencia del Gobierno a la autonomía del Banco Central en este período. Con ocasión de la restitución del Mercado Unico de Cambios en julio de 1987, mediante el Decreto Supremo N° 159-87-EF se dispuso que la política cambiaria sea fijada por el Ministerio de Economía y Finanzas. Esta norma legislativa resalta si se tiene en consideración que el régimen cambiario vigente en aquel período era el tipo de cambio fijo.

II. Período 1990-1998: reformas estructurales y estabilización

Entorno macroeconómico

A partir de agosto de 1990, se inició un programa de reformas estructurales (desregulación de mercados y disminución de la actividad estatal) conjuntamente con un programa de estabilización sustentado en el equilibrio fiscal y un manejo monetario dirigido a abatir la inflación. Así, se eliminaron los controles de precios, los subsidios y el esquema de represión financiera. Se estableció la libre movilidad de

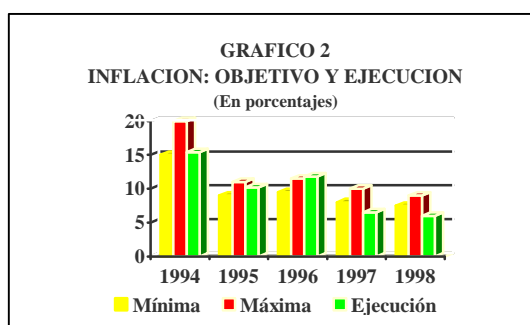
capitales, el tratamiento equitativo a la inversión doméstica y extranjera y la privatización de las empresas públicas. Se unificaron los tipos de cambio adoptando una flotación cambiaria con intervención del Banco Central de Reserva.

Con estas reformas se buscó brindar un marco institucional estable, con base en criterios de mercado, para mejorar la eficiencia y aumentar el ahorro nacional, estableciéndose las condiciones para un crecimiento sostenido de largo plazo, y no sólo en uno de corto plazo sustentado en un estímulo artificial de políticas fiscales y monetarias expansivas, que finalmente tienen que ser abandonadas ante las restricciones de reservas internacionales y financiamiento externo.

Nuevo esquema de política monetaria

En este contexto, el esquema de política monetaria se modifica y se centra en un único objetivo: alcanzar la estabilidad de precios. Asimismo, a diferencia de períodos anteriores donde primó el uso de instrumentos directos (elevados encajes, control de tasas de interés, créditos al gobierno y a la banca de fomento y coeficientes de cartera de colocaciones de la banca), la política monetaria empezó a basarse en el uso de instrumentos indirectos (que operan a través del mercado en su conjunto) y el control de agregados monetarios.

Con el fin de preservar este nuevo esquema, la





Constitución Política del Perú de 1993 y la nueva Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú, vigente desde el mismo año, otorgan al Banco Central autonomía dentro de su Ley Orgánica y establecen la **estabilidad monetaria** como objetivo único de la política monetaria. Asimismo, la nueva Ley Orgánica del Banco Central establece las siguientes prohibiciones y principios que garantizan la **autonomía** del Banco Central para el logro del objetivo de estabilidad monetaria:

- a. Prohíbe el financiamiento directo al sector público, y limita el financiamiento indirecto hasta 5 por ciento del saldo de la base monetaria al cierre del año precedente.
- b. Prohíbe al Banco Central conceder financiamiento a las instituciones financieras estatales de fomento; asignar recursos para constituir fondos especiales con el fin de promover alguna actividad económica; e imponer coeficientes sectoriales o regionales en la composición de la cartera de colocaciones de las instituciones financieras.
- c. Se establece que el Banco Central propiciará que las tasas de interés se determinen por libre competencia.
- d. Prohíbe fijar regímenes de tipo de cambio múltiples.

Así, el Banco Central del Perú a partir de 1993 está constituido de manera independiente de las autoridades políticas y otras influencias que puedan comprometer el logro de su único objetivo, la estabilidad de precios. En este sentido, el Banco Central define e implementa la política monetaria sin opinión previa de otras autoridades, remarcándose que las facilidades crediticias al gobierno están prohibidas.

Diseño de la política monetaria

El diseño de la política monetaria se basa en el control de los agregados monetarios, en particular de

la emisión primaria; dejando que el tipo de cambio y las tasas de interés se determinen en el mercado. El crecimiento de la emisión primaria se estima de manera consistente con una tasa de inflación objetivo y un crecimiento estimado del producto. Asimismo, para reforzar la credibilidad en su compromiso de reducir la inflación, el Banco Central ha anunciado rangos de tasas de inflación desde 1994.

Instrumentos de manejo monetario

Hasta 1990, la política monetaria del Banco Central se basó en el empleo de tasas de encaje elevadas y diferenciadas que sirvieron para controlar la expansión secundaria de la liquidez a través del sistema financiero. Con ello, se intentaba atenuar las políticas crediticias expansivas del Banco Central destinadas a favorecer el financiamiento del sector público y de determinados sectores considerados prioritarios.

El diseño de la política monetaria en la presente década se ha caracterizado por el desarrollo de instrumentos monetarios indirectos y el abandono de los instrumentos directos. De esta manera, la política monetaria se orienta hacia una mayor acción de los mercados. El BCRP busca alcanzar su objetivo único de estabilidad de precios a través de su intervención como un agente económico más en los mercados de dinero y cambiario.

El Banco Central determina diariamente sus operaciones monetarias con el fin de regular la disponibilidad de liquidez bancaria de corto plazo, sin que se defienda banda cambiaria o de tasas de interés. Por ello, se analiza cuál será el saldo de las cuentas corrientes de los bancos en el Banco Central cada día, comparándolo con el nivel adecuado de las operaciones bancarias.

El Banco Central regula la liquidez a través de sus instrumentos de control monetario, los cuales son:



a. **Operaciones cambiarias.** Por esta vía el Banco Central aumenta o disminuye la emisión monetaria según compra o venta moneda extranjera. Dentro del esquema de flotación cambiaria, la intervención del Banco Central permite, en primer lugar, evitar fluctuaciones bruscas y transitorias del tipo de cambio. Esta flotación cambiaria, por su parte, introduce cierto grado de incertidumbre en la valorización del tipo de cambio, lo que desalienta la entrada de capitales externos de corto plazo y la dolarización. En segundo lugar, dado que el público mantiene aproximadamente más del 60 por ciento de sus activos financieros en dólares, la intervención permite una paulatina desdolarización y remonetización del sistema financiero. El nivel de intervención cambiaria refleja además las compras de divisas que realiza el Tesoro Público por medio del Banco Central para atender principalmente el servicio de su deuda externa.

b. **Operaciones de mercado abierto,** que comprende las subastas de colocaciones de **Certificados de Depósitos del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP)** y las operaciones de reporte con CDBCRP. Estas operaciones permiten regular la liquidez en el sistema financiero, la cual presenta estacionalidades importantes originadas por las finanzas públicas y la demanda por circulante (asociado a pagos de remuneraciones).

Para retirar liquidez, el Banco Central subasta entre las entidades financieras los montos de CDBCRP que se estiman eliminarán el exceso de soles del mercado. En estas subastas se eligen las ofertas con menores tasas de interés hasta llegar a la tasa que permite cubrir el monto necesario de esterilización. Las primeras operaciones de mercado abierto se

efectuaron en agosto de 1991, empleándose pasivos propios del Banco Central que se denominaron **Pagarés BCRP**. A partir de junio de 1992, las operaciones de mercado abierto se realizan con CDBCRP. Para inyectar liquidez, de manera análoga, se subastan operaciones de reporte de CDBCRP donde se escogen aquellas propuestas con mayor tasa hasta agotar el monto anunciado. Este instrumento se estableció en setiembre de 1997.

c. **Créditos de liquidez,** que se constituyen en ventanilla de última instancia. Como se ha mencionado, los créditos que el Banco Central otorgaba a la banca comercial y de fomento, anteriormente a los años noventa, eran líneas de financiamiento de largo plazo a tasas de interés subsidiadas. Estas políticas crediticias serían abandonadas en la práctica en 1991 y posteriormente, han sido prohibidas mediante la Ley Orgánica de 1993.

Los créditos de liquidez se orientan a cubrir sobregiros no previstos en las cuentas corrientes de los bancos en el Banco Central. La tasa de interés de estos fondos tiene un carácter de penalidad, siendo lo suficientemente alta como para desalentar la toma de fondos del Banco Central y favorecer los préstamos interbancarios. En este sentido, se busca que el sistema financiero acuda al Banco Central sólo como prestamista de última instancia para aquellas instituciones financieras que enfrenten problemas de liquidez eventuales. Los créditos de liquidez otorga con garantía de títulos valores de primera calidad.

Luego de la incertidumbre generada por la crisis financiera internacional, en 1998, el manejo de los créditos de liquidez en moneda nacional estuvo dirigido a evitar que los bancos demanden redescuentos con fines



Cuadro 22
FUENTES DE VARIACION DE LA EMISION MONETARIA: 1992 - 1998
(Millones de nuevos soles)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
TOTAL	517	453	869	987	337	765	262
ORIGEN EXTERNO	496	403	1 289	770	150	1 438	-980
Millones de dólares :	386	203	597	345	60	543	-330
a. Intervención	657	417	1 053	653	1 240	1 410	560
b. Ventas para el Sector Público	-286	-192	-447	-314	-1 188	-878	-955
Por deuda pública externa	-125	-24	-364	-278	-802	-702	-829
c. Otros	15	-22	-9	6	8	11	64
ORIGEN INTERNO	21	50	-420	217	188	-673	1 242
a. Certificados de depósitos	0	-12	-338	-91	359	-564	365
b. Créditos con garantía de títulos valores	-12	-6	-6	4	103	-107	42
c. Dep. Sector Público y B. de la Nación	-42	-17	-70	-34	-428	-218	534
d. Otros	76	85	-6	338	154	215	300

especulativos; es decir, que destinen estos fondos, básicamente, a la compra de moneda extranjera. Por lo tanto, el Banco Central dispuso que la tasa de redescuentos sea determinada de manera flotante (la mayor entre el 16 por ciento y el decil superior de las tasas contempladas para las operaciones de reporte, interbancarias y colocaciones de CDBCRP).

- d. Compra temporal de moneda extranjera con compromiso de recompra (swaps).** Estas operaciones también constituyen para los bancos una forma de obtener liquidez, aunque su costo está en función de la devaluación o una comisión fija, escogiéndose la mayor. Este instrumento, que está a disposición de los bancos permanentemente, tiene un período de maduración de un día útil. Estas operaciones se establecieron en junio de 1997.
- e. Requerimientos de encaje.** Los encajes permiten aminorar el ritmo de expansión de la liquidez y el crédito, aunque a diferencia de las operaciones de mercado abierto, generan

una brecha entre las tasas de interés que cobran y que pagan los bancos, lo cual implica una pérdida de eficiencia en la intermediación financiera. En la actualidad, los depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera están sujetos a una tasa de encaje legal de 7 por ciento (establecida en abril de 1997). Adicionalmente, los depósitos en moneda extranjera tienen un encaje marginal de 20 por ciento (establecido en diciembre de 1998). Esta mayor tasa ha permitido atenuar el ritmo de expansión del crédito en moneda extranjera y brindar un respaldo líquido adecuado a estos depósitos.

Para contrarrestar los efectos de restricción de los capitales externos de corto plazo, luego de la crisis financiera internacional inicia en 1997, el Banco Central adoptó las siguientes modificaciones a su régimen de encaje durante 1998:

- i. Reducir la tasa media de encaje en moneda extranjera. Dicha tasa disminuyó 4,5 por ciento en tres oportunidades (1,5 por ciento cada



- una). La medida permitió liberar recursos por un total de US\$ 420 millones.
- ii. Reducir el encaje marginal de 35 por ciento a 20 por ciento.

Coordinación entre las políticas monetaria y fiscal

La política fiscal se ha orientado a mantener un equilibrio en las cuentas del sector público a fin de no generar presiones sobre el financiamiento interno, en el marco del programa de estabilización de la economía. Este manejo fiscal ha contribuido a reducir la inflación y contrarrestar tanto la tendencia revaloratoria del tipo de cambio cuanto el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

La utilización del mayor ahorro del sector público para fines de pago de deuda externa -al aumentar la demanda por divisas- ha permitido reducir la apreciación del tipo de cambio real. En este contexto, el programa monetario anual incorpora el escenario fiscal aprobado en el Presupuesto General de la República. La coordinación entre las autoridades monetarias y fiscales se realiza continuamente y se encuentra institucionalizada a través del Comité de Caja Fiscal que se reúne mensualmente. En dicho Comité participan representantes del Banco Central, el Ministerio de Economía y Finanzas y otras entidades públicas para determinar las proyecciones del mes de ingresos tributarios, el tope de autorizaciones de gasto público (siempre dentro del marco presupuestario aprobado para el año) y las compras de moneda extranjera del Tesoro Público al Banco Central. Adicionalmente, con base en este escenario fiscal mensual, se establece la evolución de los depósitos del sector público en el Banco Central, lo cual también es incorporado en el Programa Monetario.

Resultados

Como resultado de casi ocho años de aplicación del nuevo esquema de política económica, la política de control de agregados monetarios y la política fiscal han permitido alcanzar los siguientes resultados:

- a. **Reducción de la inflación:** De 7 650 por ciento en 1990 a 6 por ciento en 1998.
- b. **Fortalecimiento de la posición externa del país:** A fines de 1998, las reservas internacionales netas del Banco Central de Reserva ascendieron a US\$ 9,2 mil millones, luego de haber sido negativas en US\$ 105 millones en julio de 1990.
- c. **Aumento de la intermediación financiera:** El coeficiente de monetización de la liquidez del sistema bancario se ha recuperado progresivamente desde los niveles observados en 1990 (5 por ciento del PBI) a 21 por ciento del PBI en 1998.
- d. **Reducción de las tasas de interés:** La tasa de interés activa en moneda nacional pasó de 6 911 por ciento anual en julio de 1990 a 37 por ciento anual en diciembre de 1998.
- e. **Mayor inversión en el sistema financiero peruano:** Atraída por el entorno macroeconómico estable, las reformas financieras y la mejora de los indicadores de solvencia, contribuyendo a una mayor competencia en el sistema financiero y a aumentar la reducida intermediación financiera de 1990.

III. Conclusiones

La revisión de la historia desde 1922 nos ha permitido reconocer que las causas fundamentales de

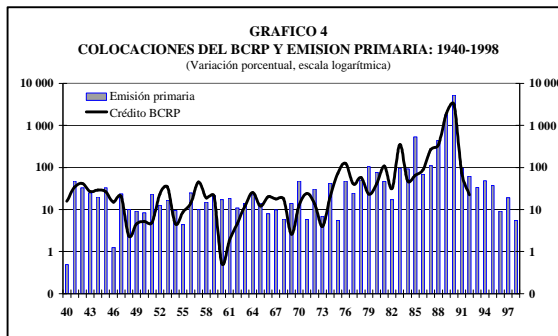
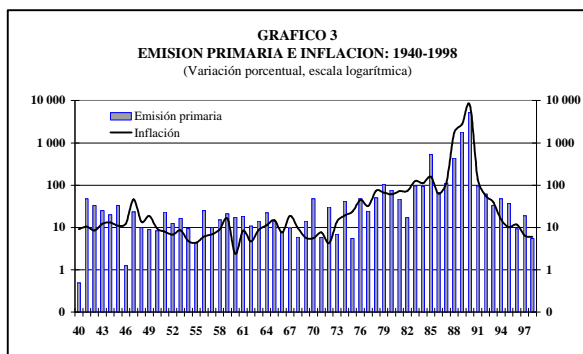


las crisis inflacionarias y recesiones estarían asociadas a las políticas monetarias y fiscales expansivas aplicadas durante dichos períodos, agudizadas por un entorno externo desfavorable.

Etapas en que la política monetaria era acomodaticia para financiar las políticas fiscales expansivas (ver Gráfico 3) bajo un régimen de tipo de cambio fijo, sólo conllevaron a presiones inflacionarias y pérdida de reservas internacionales, cuyo extremo se observó entre 1985 y 1990, que derivó en la hiperinflación de 7 650 por ciento en este último año y una pérdida de reservas internacionales del Banco Central que a julio de 1990 llegó a ser negativa en US\$ 105 millones.

Estas situaciones fueron favorecidas por un Banco Central que careció de objetivos claros respecto a la búsqueda de la estabilidad monetaria o porque sufrió de falta de autonomía frente al Estado o los grupos de interés.

Como se extrae de la historia, políticas económicas expansivas, financiadas con la creación de dinero, no son sostenibles en el largo plazo. Por ello, la historia también nos muestra que estos períodos expansivos de corto plazo son necesariamente seguidos de períodos de ajuste, caracterizados por medidas de corte liberal, entre las que se encuentran la limitación del financiamiento del Banco Central al gobierno y a la banca de fomento, esquema de flotación cambiaria y eliminación de los controles de precios y subsidios del Estado.



En este sentido, luego del proceso hiperinflacionario observado, a partir de agosto de 1990, se inició un programa de reformas estructurales en conjunto con un programa de estabilización sustentado en el equilibrio fiscal y un manejo monetario dirigido a abatir la inflación. De esta manera, el Banco Central prosigue un esquema de política monetaria que procura un único objetivo final de estabilidad de precios, basándose en el uso de instrumentos monetarios directos. El nuevo diseño de la política monetaria fomenta la libre determinación de las tasas de interés, la libre movilidad de capitales y la libre tenencia de moneda extranjera. Asimismo, se redujo gradualmente los niveles y dispersión de las tasas de encaje y se estableció un sistema de tipos de cambio flexible.



Bibliografía

Alfageme, Augusta, Jaime Gálvez, Luis Ponce y Rosa Troncoso (1992) *De la Moneda de Plata al Papel Moneda en el Perú: 1879-1930*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú y la Agencia para el Desarrollo Internacional.

Banco Central de Reserva del Perú (varios años) *Memoria del Banco Central de Reserva del Perú*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.

Banco Central de Reserva del Perú, Subgerencia del Sector Externo (1982) *La política cambiaria peruana: 1930-1975: Una nota histórica*. Lima. Documento de uso interno.

Banco Central de Reserva del Perú, Subgerencia del Sector Monetario (1996) *Perú: Compendio de Estadísticas Monetarias 1959-1995*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.

Banco Central de Reserva del Perú (1997) *La Misión Kemmerer en el Perú. Informes y Perspectivas*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.

Bardella, Gianfranco (1989) *Un Siglo en la Vida Económica del Perú, 1889-1989*. Lima: Banco de Crédito del Perú.

Choy, Inés Marylín (1980) *El encaje como instrumento de política monetaria en el Perú*. Tesina. Lima: Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

Ministerio de Hacienda y Comercio (varios años) *Anuario Estadístico del Perú*. Lima: ONEC.

Paredes, Carlos y Renzo Rossini (1991) "Régimen de Comercio Exterior". *Estabilización y Crecimiento en el Perú*. Lima: Carlos Paredes y Jeffrey Sachs editores y GRADE.

Rossini, Renzo (1983) *El Manejo Monetario en una Economía con un Sistema Financiero Reprimido*. Tesina. Lima: Universidad del Pacífico.

Suárez, Germán y Mario Tovar (1967) *Deuda Pública Externa: 1920-1966*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.

Seminario, Bruno y Arlette Beltrán (1998) "Crecimiento Económico en el Perú 1896-1995: nuevas evidencias estadísticas" *Documento de Trabajo N°32*, Lima: CIUP

Thorp, Rosemary y Geoffrey Bertram (1985) *Perú 1890-1977: Crecimiento y políticas en una economía abierta*. Lima: Mosca Azul editores, Fundación Fiedrich Ebert y Universidad del Pacífico.