

L a gran ESTABILIZACIÓN

MARYLIN CHOY* Y ZENÓN QUISPE MISAICO**



* **Directora del BCRP**
marylin.choy@bcrp.gob.pe



** **Asesor de investigación económica del BCRP**
zenon.quispe@bcrp.gob.pe

La gran estabilización peruana, iniciada en agosto de 1990, combatió la hiperinflación y restituyó la función de la señal de los precios en el funcionamiento eficiente de la economía. Ello requirió la institución de una política monetaria independiente, implementada por un banco central autónomo, una posición fiscal disciplinada, precios relativos establecidos por el mercado para una mejor asignación de los recursos, y la remonetización de la economía. La estabilidad macroeconómica alcanzada se constituyó en el fundamento del crecimiento sostenido.

INTRODUCCIÓN

Los grandes desequilibrios fiscales, monetarios y reales que se gestaron en la segunda mitad de la década de los 80 indujeron a la economía peruana a una profunda crisis económica, reflejada en una combinación de hiperinflación y recesión. Entre 1985 y 1990, la inflación promedio anual fue del 2 080%, con un pico de 7 650% en 1990; el producto bruto interno (PBI) real cayó en el mismo periodo, a un ritmo promedio de -1% anual, con lo cual el PBI real de 1990 había retrocedido a niveles observados a mediados de la década de 1970. El empobrecimiento de gran parte de la población se reflejó en la caída del PBI per cápita hasta magnitudes similares de mediados de la década de 1960.

Entre 1985 y 1990, los indicadores económicos daban cuenta de los principales desequilibrios macroeconómicos que desencadenaron esta situación económica crítica: el déficit promedio anual del sector público no financiero (9% del PBI); la deuda pública, fundamentalmente externa, del 72% del PBI; la base monetaria que se expandía desmedidamente, a un ritmo promedio de 1 360% anual, consecuencia del financiamiento del déficit fiscal principalmente; las tasas de interés reales negativas, que extendían los desequilibrios monetarios a severos descalces financieros, domésticos y externos; el tipo de cambio real —con un régimen cambiario muy distorsionado (de tipos de cambio múltiples)—; y la continua pérdida de reservas internacionales netas (RIN) hasta alcanzar saldos negativos (-1.6% del PBI) en 1988. Por otro lado, los controles de precios y de salarios, la provisión de subsidios y un régimen arancelario con muchas tarifas y distintos regímenes de importación

habían distorsionado significativamente los precios relativos, e inducido una ineficiente asignación de los recursos en la economía.

El 28 de julio de 1990 asumió un nuevo gobierno, que puso en marcha un plan para revertir aquella difícil situación económica. Lo prioritario era combatir la hiperinflación y restituir la función de los precios en el funcionamiento de la economía. Para ello, implementó un programa de estabilización con medidas macroeconómicas y reformas estructurales orientadas a reducir drásticamente la inflación, corregir las distorsiones en los precios relativos y establecer las condiciones necesarias para un crecimiento económico sostenido. Las bases de este programa fueron la eliminación del financiamiento del sector público con dinero del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), la liberación de los controles de precios y la apertura de la economía a la competencia internacional.

La gran estabilización —que se inicia en agosto de 1990, se profundiza hasta fines de 1992 y se extiende hasta 1997— transformó significativamente la estructura económica peruana, y puso los pilares para el crecimiento robusto y sostenido, observado entre los años 2000 y 2019: una economía que ha demostrado fortaleza ante choques económicos, políticos, domésticos y externos.

Los principales resultados exitosos del programa de estabilización se resumen en los siguientes puntos:

- La reducción drástica de la inflación y la estabilización de la economía, que hizo posible alcanzar tasas de inflación de un dígito, en la segunda mitad de la década de los 90, después de la hiperinflación, de más de 7 mil por ciento, al empezar el programa. El manejo de una política monetaria independiente, orientada al control de la inflación, fue fundamental en este resultado, que pudo ser aplicada gracias a la autonomía otorgada al BCRP mediante el fortalecimiento de su marco legal.
- Una situación económica del sector público no financiero más sostenible, con mejora sustancial de los ingresos y un control paralelo del gasto público, sobre la base de la eliminación de subsidios, la liberación de las tarifas de los servicios públicos, la simplificación del sistema tributario, el fortalecimiento de la administración impositiva y la reducción de la administración pública.
- El ordenamiento de los precios relativos, con la eliminación de los controles de precios, la unificación y la flotación del tipo de cambio, la liberalización de los mercados laboral y financiero, y la simplificación del sistema arancelario y la liberación del comercio exterior.
- La remonetización de la economía, que permitió que el crédito subiera de 9% del PBI en 1991 a 17% en 1995, y la recuperación del sistema financiero, con el inicio de la reforma financiera y una nueva legislación que fortaleció la regulación y la supervisión financiera.



La gran estabilización
—que se inicia en agosto de 1990, se
profundiza hasta fines de 1992 y se
extiende hasta 1997—
**transformó significativamente la
estructura económica peruana, y
puso los pilares para el crecimiento
robusto y sostenido (...)**



- El incremento de la inversión privada con el comienzo de las privatizaciones y concesiones, de empresas públicas y de servicios públicos, permitiendo la participación privada y extranjera en áreas de actividad económica, previamente de exclusividad del sector público.

EL PROGRAMA DE ESTABILIZACIÓN

El programa económico de estabilización, implementado desde el 8 de agosto de 1990, tuvo como finalidad reducir, de una manera drástica, el incremento acelerado en los precios y corregir las brechas asociadas a los desequilibrios macroeconómicos. Para ello se debía eliminar las fuentes que alimentaban las altas tasas de inflación y las distorsiones de los principales precios de la economía. Había que disminuir el déficit del sector público, y eliminar su financiamiento con emisión primaria del Banco Central, para lo cual se instituyó un manejo estricto de las finanzas públicas, junto con la corrección de los precios públicos. Se cambió el sistema de tipos de cambio múltiples por un tipo de cambio único, bajo un sistema de flotación cambiaria, con intervención del Banco Central, y se introdujo un control de la expansión de la emisión primaria. Se buscaba ordenar la economía, estabilizar los precios y romper con ello las expectativas inflacionarias. Como parte del reordenamiento, se recortó el nivel y la dispersión de las tarifas arancelarias y de las medidas paraarancelarias, eliminando la mayor parte de prohibiciones a las importaciones, y se introdujo reformas importantes en varios ámbitos de la economía.

El ajuste económico fue acompañado del Programa de Emergencia Social para la satisfacción de necesidades básicas, como alimentación, transporte y salud, cuyos precios previamente subsidiados habían sido liberalizados, lo cual afectó a las poblaciones de bajos ingresos.



Una de las primeras medidas que se adoptó en el programa de estabilización fue la **eliminación de los controles de precios y de los subsidios, que permitió la corrección de la distorsión de los precios relativos y el inicio de una política fiscal ordenada (...)**



Iniciada la implementación de las medidas de estabilización, se estableció el orden y la disciplina en las políticas monetaria y fiscal. Luego se fueron introduciendo reformas estructurales en el campo laboral, tributario, financiero y de pensiones, entre otros. La instauración de la disciplina fiscal con la eliminación de su financiamiento monetario, la erradicación de los tipos de cambio múltiple, así como del financiamiento a la banca de fomento, posibilitó detener la hiperinflación (Gráfico 1). La reducción en la inflación fue un proceso gradual que, tal como lo mencionan Armas et al. (2001), minimizó costos y contribuyó a generar confianza en el programa de estabilización.

CUADRO 1 Principales medidas del programa de estabilización de agosto de 1990

Ajustes para la estabilización

1. Precios/Aumentos de:

- 3 000% en combustibles
- 1 000% en electricidad, agua y teléfono

2. Política fiscal

- Reducción del IGV de 18% a 14% y eliminación de algunas exenciones
- Impuesto temporal de 10% a exportaciones y 1% al patrimonio neto y activos asegurados

3. Mercado cambiario único

- Eliminación del régimen de tipos de cambio múltiples
- Se implementa la flotación cambiaria con intervención del Banco Central

4. Política comercial

- Eliminación de las restricciones cuantitativas
- Simplificación de aranceles de 38 a 3 tasas: 15%, 25% y 50%. Eliminación de algunas exoneraciones

5. Mercado financiero internacional

- Liberalización de pagos externos corrientes

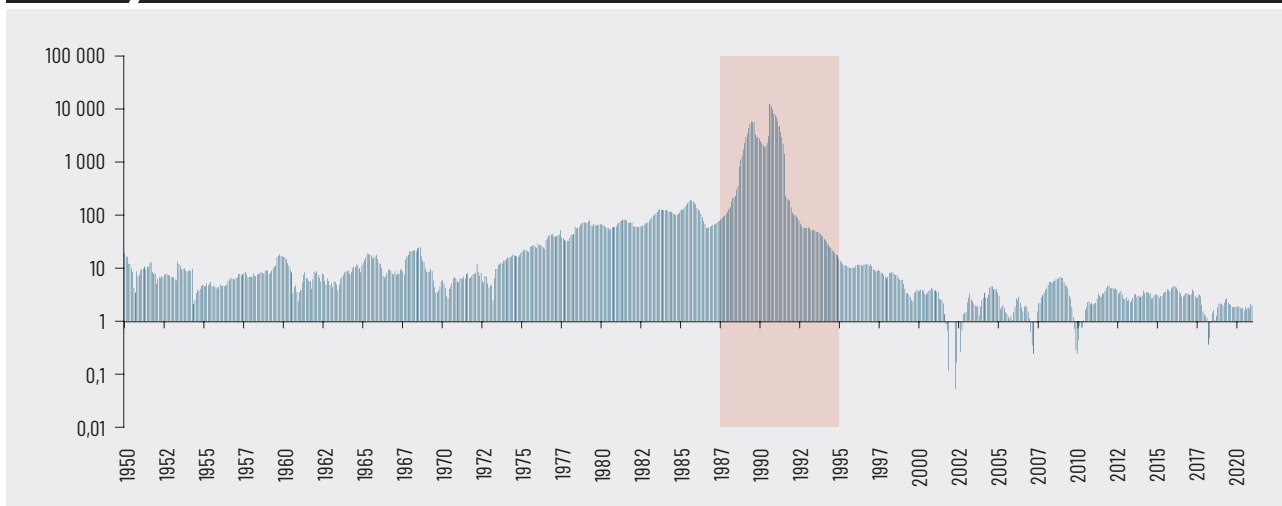
6. Política monetaria

- Eliminación del financiamiento del déficit fiscal por parte del Banco Central y establecimiento de un control en el manejo monetario
- Reducción del encaje marginal de 80 a 40 %
- Tasas de interés determinadas por el mercado, manteniendo límites máximos en niveles no vinculantes

7. Política social

- Programa de emergencia social vía diversas ONG. Provisión de alimentos y servicios de salud

GRÁFICO 1 ■ Inflación
(Variación porcentual 12 meses del IPC)



FUENTE: BCRP E INEI.

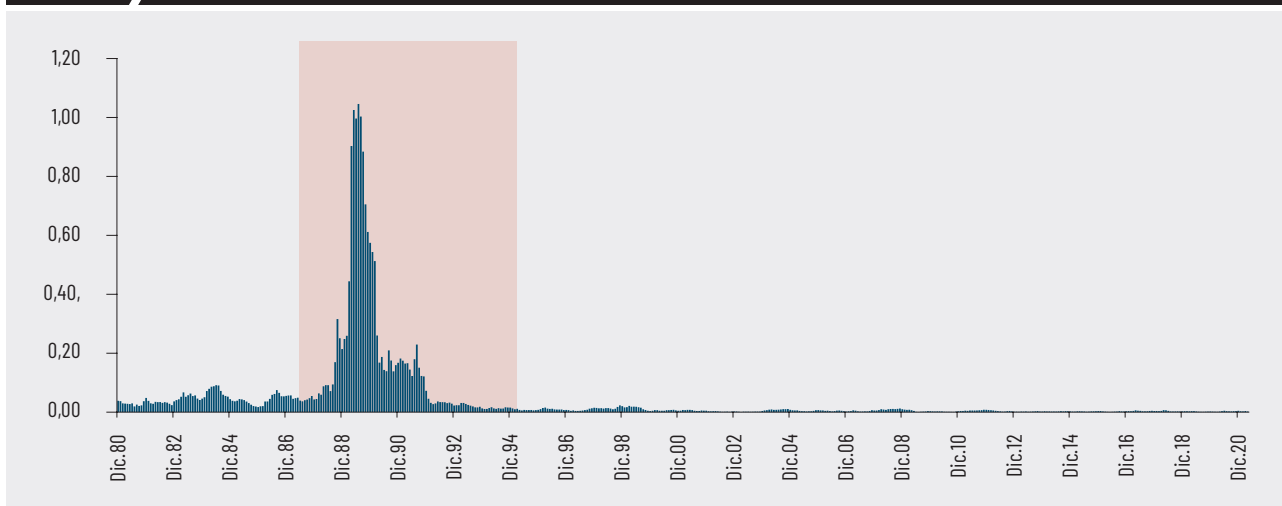
LA INSTAURACIÓN DE LA DISCIPLINA FISCAL

Una de las primeras medidas que se adoptó en el programa de estabilización fue la eliminación de los controles de precios y de los subsidios, que permitió la corrección de la distorsión de los precios relativos y el inicio de una política fiscal ordenada, que se reforzó luego con la simplificación del sistema de impuestos y la ampliación de la base tributaria. El proceso inflacionario en el Perú tuvo, como una de sus consecuencias, la fuerte distorsión de los precios relativos, que originó ineficiencias en la asignación de los recursos. Una forma sencilla de medir esta distorsión es la propuesta de Theil (1967)¹. Con esta medición, se puede observar que la distorsión de los precios relativos du-

rante la década de los 80 se profundiza desde 1988 (Gráfico 2). La varianza de estos precios relativos disminuye, significativamente, con el inicio del programa de estabilización en agosto de 1990, mediante la eliminación de subsidios y ajustes en los precios públicos, y es prácticamente erradicada hacia fines de 1995, lo que coincide también con la profundización de la reforma comercial, con la simplificación de las tarifas arancelarias y la remoción de las medidas paraarancelarias.

A partir de 1990 los ingresos fiscales mostraron una clara tendencia a la recuperación, que se logró en gran medida, con la simplificación del sistema tributario en noviembre de ese año y con la eliminación

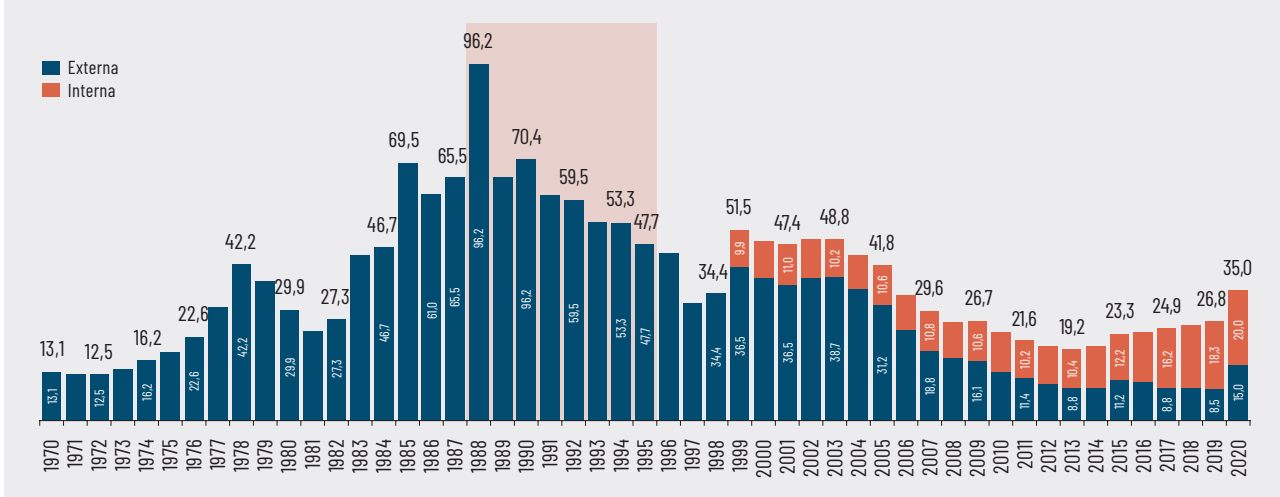
GRÁFICO 2 ■ Perú: Variabilidad de los precios relativos 1980-2021



FUENTE: INEI, BCRP.
ELABORACIÓN: PROPIA.

¹ Theil (1967) propone el cálculo de la magnitud del cambio del precio relativo en un periodo (t) con respecto al periodo inmediatamente anterior (t-1) provisto por la suma ponderada de las desviaciones cuadráticas de las tasas de cambio de los precios individuales de los componentes de la canasta del índice de precios del consumidor, respecto al cambio del precio promedio.

GRÁFICO 3 ■ Saldo de la deuda pública (Porcentaje del PBI)



FUENTE: MEF Y BCRP.

de algunas exenciones a los impuestos sobre la renta y el valor agregado (IGV), principalmente. Se redujo el número de impuestos a cuatro, a fines de 1993: el IGV, el impuesto a la renta, los aranceles y el selectivo al consumo. En marzo de 1991 se elaboró una lista inicial de 23 empresas para ser privatizadas, y los ingresos por la venta de dichas instituciones reforzaron la posición financiera del fisco, que además consiguió la reprogramación de su deuda con acreedores públicos y privados, así como la obtención de créditos multilaterales. Paralelamente, se abrió el mercado de alimentos básicos, harina de pescado, oro, sal, publicidad y reaseguros, que hasta ese momento constituían monopolios del Estado.

Por el lado del gasto, se tomaron medidas para recortar principalmente el gasto corriente mediante la reforma laboral del sector público, ofreciendo incentivos para el retiro voluntario, con lo cual se consiguió reducir en 8%, aproximadamente, el tamaño de la administración pública en los primeros cuatro meses de 1991. Se estableció el Comité de Caja Fiscal, presidido por el viceministro de Hacienda y en el que participaba el gerente general del BCRP, quien empezó a reunirse, mensualmente, buscando coordinar estrechamente la supervisión de los ingresos y gastos del Tesoro; se tenía la convicción de eliminar la antigua práctica de financiar los gastos fiscales a través de incrementos en la base monetaria. Esta coordinación incluía la programación de los depósitos de los excedentes del fisco en el Banco Central, lo que a su vez permitía un mejor manejo monetario. El esfuerzo en el ajuste fiscal, a partir de 1990, se hizo evidente en la mejora sustancial de las cuentas fiscales, reduciendo el déficit hasta ser eliminado. La consolidación de la disciplina fiscal permitió disminuir la deuda pública desde el alto nivel de 96,2% del PBI en 1988 a 47,2% del PBI en 1995 (Gráfico 3). La persistente reducción de la deuda pública y su sostenibilidad de largo plazo se constituyó

en la base de uno de los pilares fundamentales de la estabilidad macroeconómica del Perú.

LA POLÍTICA MONETARIA EN EL CONTEXTO DEL PROGRAMA DE ESTABILIZACIÓN

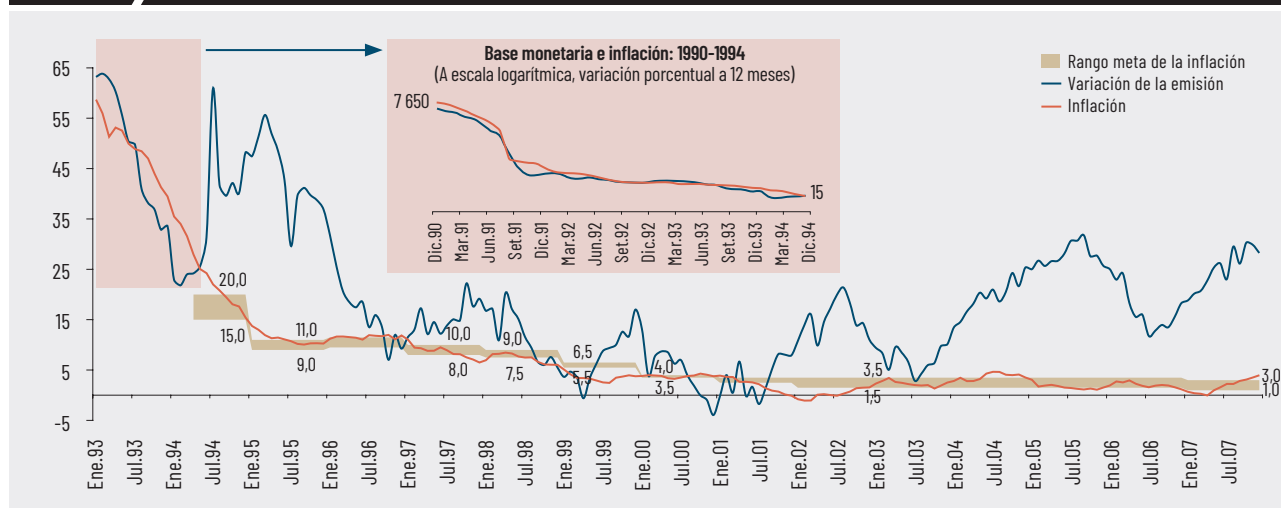
En el periodo 1990-1995 la política monetaria se modificó totalmente. El esquema previo era de financiamiento monetario del déficit fiscal y financiamiento inflacionario a la banca estatal de fomento, con un sistema de tipos de cambio múltiples, que desembocó en un proceso de hiperinflación. De este esquema se pasó a una política monetaria independiente, sin predominancia fiscal, y dentro de un programa de estabiliza-



La intervención en el mercado cambiario (...) hizo que el Banco Central emitiera mayores montos de CDBCRP para esterilizar liquidez, mediante operaciones de mercado abierto, cuya eficiencia y efectividad fue mejorada.



GRÁFICO 4 ■ Base monetaria e inflación: 1993-2007
(Variación porcentual a 12 meses)



FUENTE: BCRP.

ción, cuyos objetivos primordiales eran combatir la hiperinflación y eliminar las distorsiones que dificultaban la eficiente asignación de recursos en la economía. El Banco Central estableció, con claridad, que el objetivo central de la política monetaria era reducir la inflación como requisito indispensable para la consolidación de la estabilización económica. Al mismo tiempo, la política monetaria incorporó tasas de crecimiento objetivo para la emisión primaria, tasas objetivo de inflación y montos de compras de dólares en el mercado cambiario como mecanismo principal de expansión de la emisión primaria y buscando evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio.

Se optó por un esquema de control monetario indirecto, que consistía en ejercer un manejo de la expansión de los agregados monetarios, mediante operaciones de mercado, tanto monetarias como cambiarias, que afectan la oferta de dinero. El canal de los agregados monetarios era más viable que el de la tasa de interés en ese momento. Por un lado, las altas tasas de inflación y las expectativas de inflación estaban más vinculadas a la expansión de la emisión primaria, cuyo alto crecimiento provenía, casi en su totalidad, del financiamiento del déficit fiscal y de los créditos a la banca estatal de fomento; y, por otro, se carecía de mercados maduros, monetario (el mercado interbancario era muy pequeño y segmentado) y de capitales, lo que hubiera permitido operaciones de mercado e influir y utilizar el canal de la tasa de interés.

Bajo esta política de control monetario (entre 1990 y 1994, Gráfico 4), el Banco Central establecía metas internas de tasas mensuales de expansión de la emisión primaria, junto con tasas objetivos de inflación. Para alcanzar la meta de crecimiento de la base monetaria, se desarrollaron instrumentos, que absorbieran los excesos de liquidez, que podrían crearse con la intervención cambiaria, o para compensar los faltantes

que podía traer una mayor demanda de la banca comercial o por la recaudación del fisco, que era depositada en el BCRP.

La intervención en el mercado cambiario, con menor control sobre los recursos fiscales, hizo que el Banco Central emitiera mayores montos de CDBCRP para esterilizar liquidez, mediante operaciones de mercado abierto, cuya eficiencia y efectividad fue mejorada. Esto se logró mediante la introducción de nuevos esquemas de subastas con monto anunciado, la ampliación y diversificación de los plazos de colocación, y el aumento del número de participantes, tanto por cuenta propia como de terceros. El saldo promedio de



Una de las reformas más importantes que formó parte del Programa de Estabilización fue la financiera y del mercado de capitales, que terminó con la represión financiera que se arrastraba desde periodos previos.



CDBCRP aumentó de S/ 353 millones en 1994 a S/ 645 millones en 1995.

Desde 1995 se ha venido construyendo las bases para la generación de una curva de rendimientos, al ampliar progresivamente los plazos de los CDBCRP, que eran emitidos inicialmente a cuatro semanas y posteriormente a seis, ocho y doce semanas. La ampliación de estos plazos ayudó también a reducir la presión continua de vencimientos provocada por el hecho de tener dichos certificados a 28 días.

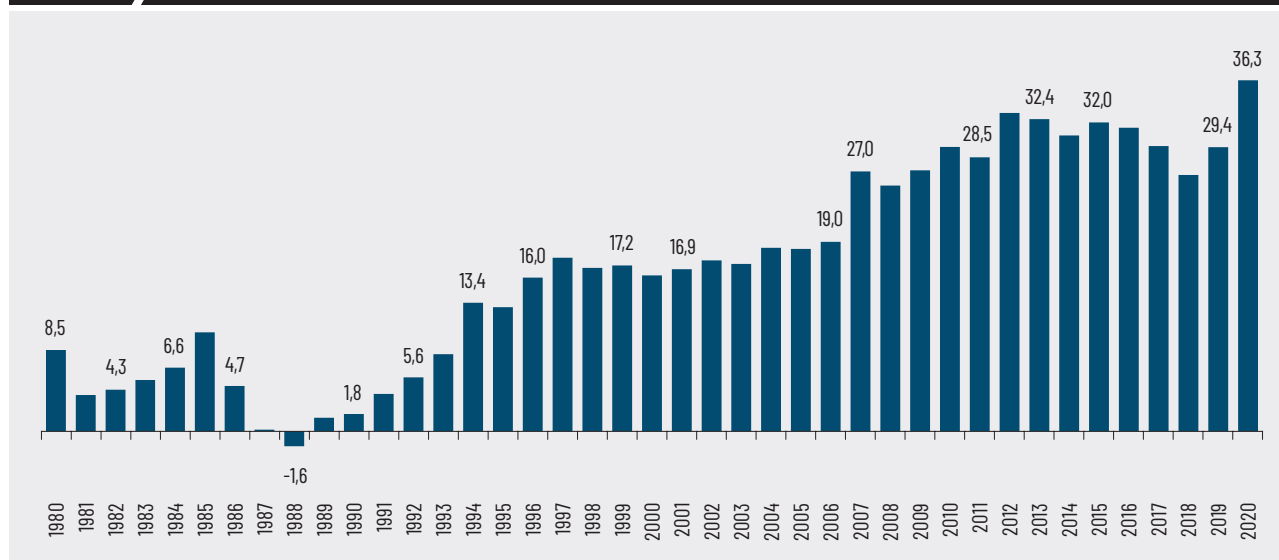
Una de las características de la política monetaria del BCRP es su flexibilidad y adaptabilidad, que se ha puesto de manifiesto en la evolución de su meta intermedia y operativa. En el contexto del programa de estabilización, la meta intermedia pasó de la tasa de crecimiento de los saldos de la emisión primaria de fin de mes a la de los saldos promedio, por ser una variable más estable. Posteriormente, desde 1994, se estableció como meta operativa a la cuenta corriente que las entidades financieras mantienen en el BCRP, la cual constituye un componente de la emisión primaria (y es un indicador disponible diario de la posición de liquidez del sistema financiero). La estrategia de metas de expansión monetaria funcionó eficientemente hasta marzo de 1994, en tanto se mantenía el vínculo entre la tasa de crecimiento de la emisión primaria y la tasa de inflación (Gráfico 4). Sin embargo, con la inflación reduciéndose sostenidamente, y una percepción bastante positiva, por parte de los agentes económicos, del inicio de una estabilidad sostenible en el largo plazo —sumada a la recuperación de la confianza en la moneda nacional— la remonetización económica, y el reinicio del crecimiento económico implicaron la desvinculación de la evolución de los agregados monetarios nominales con la inflación. partir de abril de 1994 es bastante clara dicha pérdida de vínculo nominal. Es en estas circunstancias que el BCRP inicia en 1994 una

transición gradual al esquema de metas explícitas de inflación, que se adoptaría años después, estableciendo anticipadamente rangos anuales, como objetivo de inflación, buscando anclar las expectativas de inflación. Para 1994, el rango objetivo para la inflación fue establecido entre el 20 y el 15%; para 1995, entre 11 y 9%, nivel que fue reduciéndose posteriormente hacia una meta de inflación de un dígito.

POLÍTICA CAMBIARIA

Al inicio del programa de estabilización se tuvo que decidir sobre la política cambiaria a seguir, que incluía la posibilidad de utilizar el tipo de cambio como ancla para las expectativas de inflación. En este escenario, se analizó la opción de un tipo de cambio fijo, con una gran devaluación inicial por encima de la paridad cambiaria (*overshooting*). Como lo explican Rodríguez et al. (2000), las condiciones de la economía implicaban muchos riesgos para esta alternativa, básicamente por el tamaño de los desequilibrios en ese momento: el aumento en los precios públicos tendría que ser mayor, el alto nivel del tipo de cambio que se requería podía ser insostenible, y la inflación resultante también sería mayor. Tomando en cuenta estas consideraciones se instauró el ancla monetaria con un sistema de flotación cambiaria, con intervención del Banco Central, sin que haya compromiso con un nivel de tipo de cambio, en una coyuntura en que era muy difícil determinar el tipo de cambio de equilibrio. Este esquema de flotación con intervención le permitió al BCRP recomponer sus reservas internacionales y, al mismo tiempo, proveer de liquidez en moneda nacional, mediante compras de moneda extranjera en el mercado cambiario. Estas compras, sin embargo, se supeditarían, a partir de setiembre de 1990, a las metas establecidas para el crecimiento de la emisión primaria. Las reservas internacionales pasaron de un saldo negativo de

GRÁFICO 5 ■ Reservas internacionales netas (Porcentaje del PBI)



FUENTE: BCRP.

MONEDA | REFORMAS ECONÓMICAS

US\$ 105 millones en julio de 1990 a uno positivo en US\$ 531 millones al cierre de 1990 y a US\$ 6,6 mil millones en 1995. El Gráfico 5 muestra la importante recuperación de las reservas internacionales, desde 1,8% del PBI en 1990 hasta el 13,4% en 1994.

LA REFORMA FINANCIERA Y LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL

Una de las reformas más importantes que formó parte del Programa de Estabilización fue la financiera y del mercado de capitales, que terminó con la represión financiera que se arrastraba desde periodos previos. Como otros precios en la economía, las tasas de interés habían estado controladas con límites, que daban como resultado tasas reales negativas y la consecuente desintermediación. La re monetización requería, no solo la estabilización de la economía, sino también la desregulación financiera. Esta última debía promover un sistema financiero sólido, con reglas de mercado que acompañaran a la política monetaria, en el objetivo de consolidar la disminución de la inflación, e inducir una mayor intermediación financiera. El manejo de la política de encajes y la liberación de las tasas de interés fueron fundamentales en este proceso.

Con la excepción de un incremento en la tasa de encaje marginal, que se aplicó por dos meses, aproximadamente, en agosto de 1991, para contrarrestar el efecto del ingreso de capitales del exterior, se hizo una reducción gradual de aquella tasa, en moneda nacional, desde 40% a fines de 1990, a 15% en febrero de 1991, hasta llegar a 0% en marzo de 1992; y con ello, la tasa de encaje exigible promedio disminuyó de 45% a fines de 1990 a 9% a fines de 1992.

Como parte del proceso de eliminación de prohibiciones y de inicio de la reforma financiera, se liberaron los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero, que habían sido congelados por el anterior

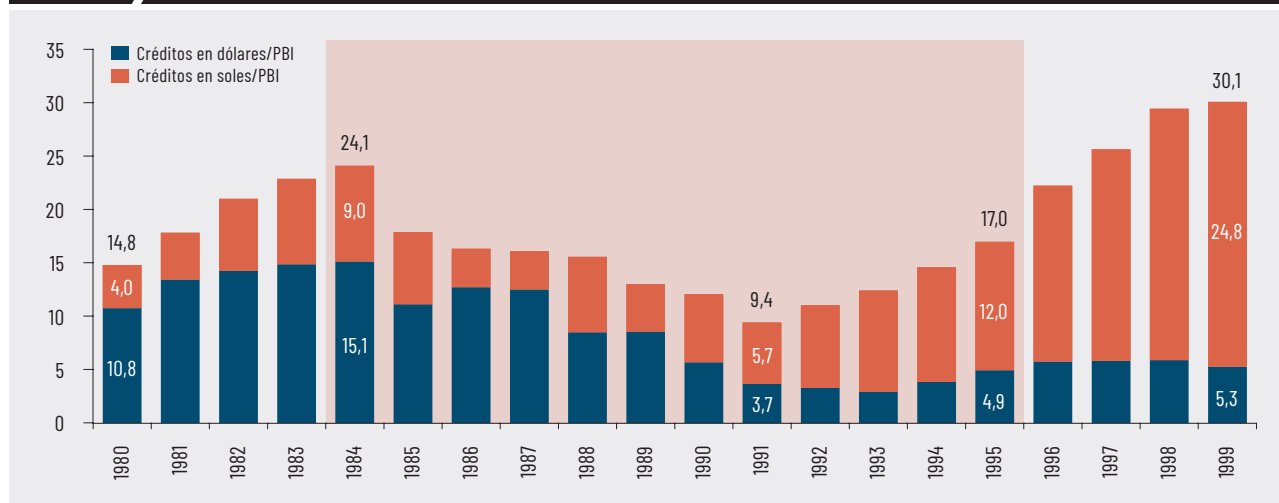
Gobierno, y se autorizó la apertura de cuentas en el exterior. El Programa de Estabilización empezó a generar confianza con la liberación de los mercados, y junto con ello, el sistema financiero empezó a recibir grandes flujos de dólares provenientes de *stocks* mantenidos fuera del sistema, así como la entrada de capitales del exterior.

A medida que la intermediación financiera se recuperaba, el crédito como porcentaje del PBI se elevó del 9,4% en 1991 al 17% en 1995 (Gráfico 6), aunque este crecimiento se dio principalmente en los préstamos en moneda extranjera, debido al aumento de los depósitos en dólares. Esta situación respondía a la persistencia de la memoria sobre la experiencia reciente de la alta inflación, que generó desconfianza en la moneda nacional y la búsqueda de protección en la moneda extranjera. Este comportamiento originó la dolarización de activos y pasivos del sistema financiero, que se mantuvo, inclusive, con la llegada del nuevo siglo, y que conllevó al Banco Central a utilizar al encaje en moneda extranjera (como herramienta para mitigar los riesgos de la dolarización). Es así como, en 1992, se establece un encaje de 50% para los depósitos en moneda extranjera, a modo de frenar el crecimiento del crédito en dólares.

Las tasas de interés para los depósitos y los préstamos en moneda nacional comenzaron a ser establecidos por el mercado, dado que se mantuvieron los límites máximos para estas tasas lo suficientemente altos para que se determinaran libremente por la oferta y demanda. La tasa de redescuento del banco central se vinculó con la tasa pasiva media del sistema bancario.

Algunas instituciones del sistema financiero nacional, principalmente la banca estatal de fomento y aquellas vinculadas al sector hipotecario, como las mutuales de ahorro y crédito, en 1992, experimentaron severos problemas de liquidez y solvencia. Esto fue

GRÁFICO 6 ■ Coeficiente de intermediación financiera
(Crédito del sistema bancario como porcentaje del PBI)



FUENTE: BCRP.

debido al incremento de la cartera pesada, que agravó su debilitada posición patrimonial, proceso que culminó en su liquidación o cierre temporal. Estas entidades tenían una participación de aproximadamente el 15% de las colocaciones del sistema financiero. Se derogó la ley de 1987 de estatización de la banca y se emitió una nueva ley del sistema financiero, que fomentó la competencia, creó la banca múltiple y el seguro de depósitos. Al mismo tiempo, se fortalecieron instituciones clave como el Banco Central y la Superintendencia de Bancos, Seguros y AFP, dándoles autonomía institucional, y se reforzó la supervisión bancaria con la introducción de regulaciones prudenciales incorporando los principios de Basilea.

En diciembre de 1992 se aprobó una nueva Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú, que establece como su única finalidad el preservar el valor de la moneda. Además, prohibió el financiamiento del Banco Central al sector público y a las instituciones financieras estatales de fomento; le impide también: asignar recursos para promover alguna actividad económica específica, imponer coeficientes sectoriales o regionales en la composición de la cartera de colocaciones de las instituciones financieras, y crear tipos de cambio múltiples. Asimismo, propició que las tasas de interés sean determinadas por la libre competencia.

La nueva Ley Orgánica del BCRP otorga al Banco Central independencia al establecer que su presidente y los miembros del directorio solo podrán ser removidos por incumplimiento de la ley, y también al institucionalizar el proceso de capitalización del Banco Central. El marco institucional para una política mone-

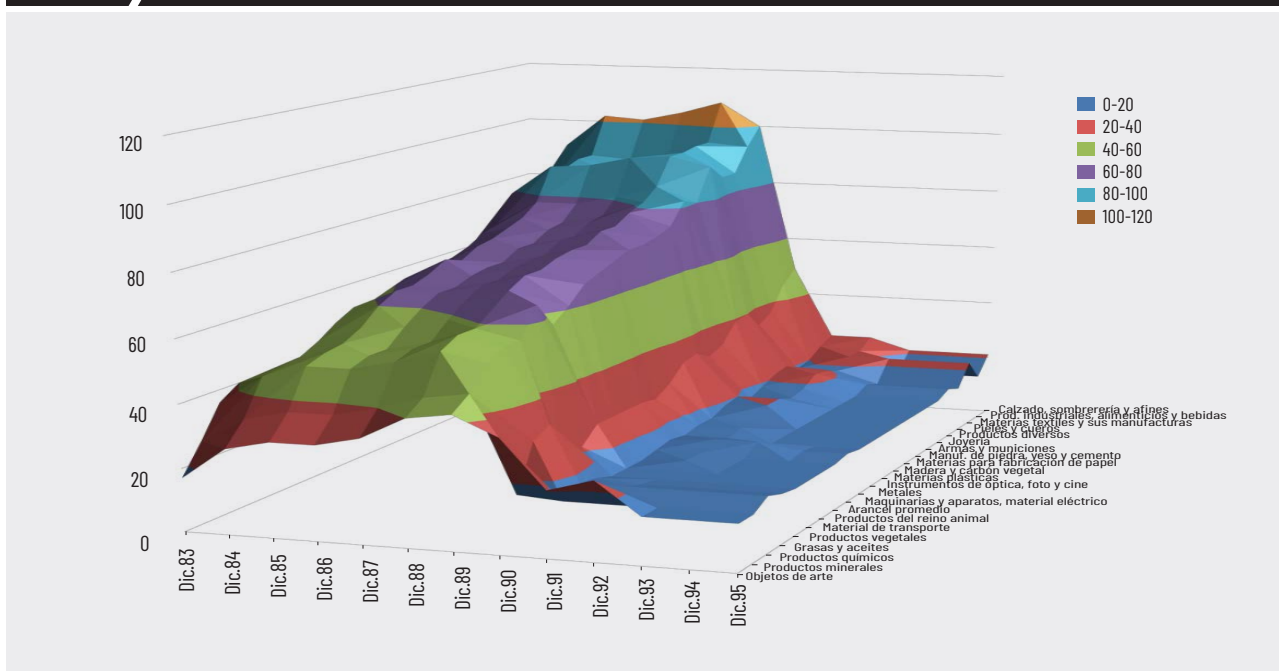
taria independiente, establecido por la Ley Orgánica del Banco Central fue reforzado por la Constitución peruana (1993), que señala que el Banco tiene autonomía, según su Ley Orgánica, y su finalidad es garantizar la estabilidad monetaria; asimismo incorpora la prohibición de que el Banco Central financie al erario.

POLÍTICA COMERCIAL

La política monetaria independiente estuvo orientada a alcanzar el objetivo de estabilidad de precios, esencial para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento sostenido. Sin embargo, la distorsión de los precios relativos dificulta una óptima asignación de los recursos. La reforma comercial complementó el esfuerzo para alinear los precios relativos y, con ello, fomentar una más eficiente asignación de los recursos para un crecimiento económico más sostenido.

El programa aplicado por el Gobierno incluyó la reforma comercial, que disminuyó la dispersión de los aranceles y eliminó las barreras para arancelarias, con la finalidad de aumentar la competitividad del sector transable de la economía, con un impacto positivo en los precios internos, al mismo tiempo que se simplificaba el sistema en beneficio de una recaudación más eficiente. Tras la eliminación de las restricciones cuantitativas y la reducción inicial de los aranceles, en agosto de 1990, el proceso de reforma arancelaria se aceleró, en marzo de 1991, reduciendo la gama de aranceles a dos tasas: 15 y 25%, quedando la mayoría de las transacciones con la tasa más baja (Gráfico 7). Se simplificaron los procedimientos aduaneros, y se dejó libre la importación de alimentos que antes eran monopolios estatales. Se eliminaron los créditos subsi-

GRÁFICO 7 ■ Estructura arancelaria (Porcentajes)



FUENTE: BCRP.



El PBI real
**creció a una tasa media
 de aproximadamente 8%
 en 1993-95.**



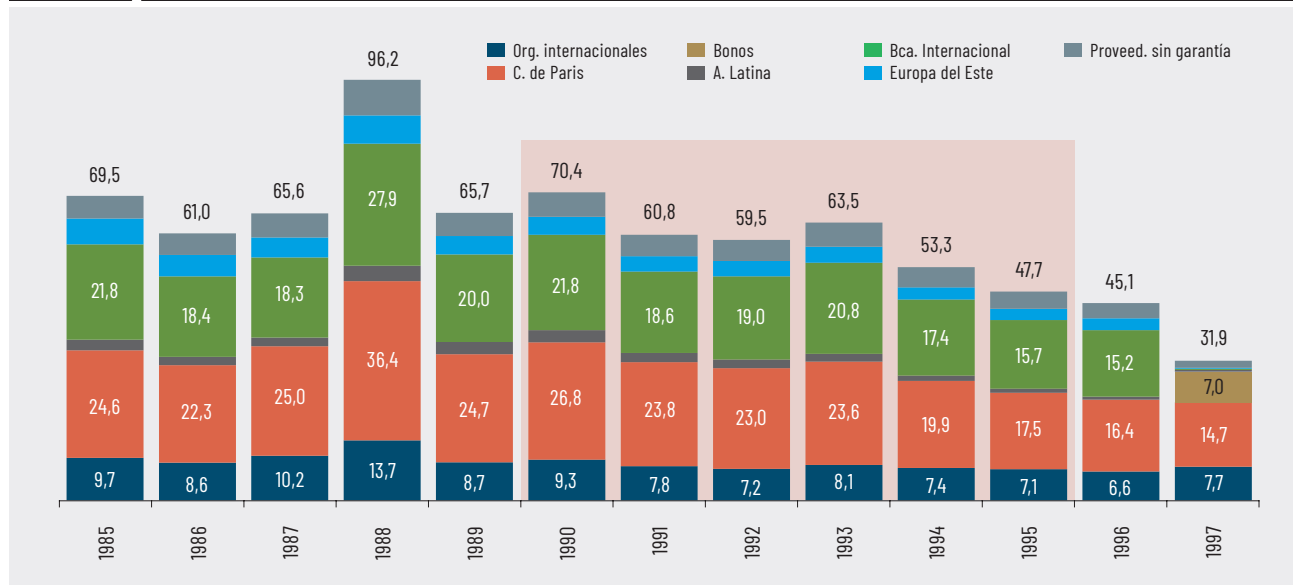
diados previos a la exportación (FENT), así como también el otorgamiento de subsidios para exportaciones no tradicionales (CERTEX) a nuevas operaciones.

OTRAS REFORMAS

Durante este período, además de la tributaria, la comercial y la financiera, se adoptaron varias reformas estructurales entre las que se puede mencionar:

- **Reforma laboral.** El Gobierno anunció, en setiembre de 1990, que los salarios del sector privado se determinarían libremente, eliminó la indexación salarial en las empresas públicas y comenzó a requerir la aprobación gubernamental para aumentos de sueldos. Se emitió la Ley de Fomento del Empleo con el objeto de reducir los costos laborales y flexibilizar las condiciones contractuales y de despido, creando nuevas modalidades de empleo como los de contrato temporal y de plazo determinado. Se emitió la Ley de Compensación por Tiempo de Servicios. La Constitución de 1993 sustituyó la estabilidad laboral por la protección contra el despido arbitrario.
- **Reforma del sistema de pensiones.** El Sistema Privado de Pensiones fue creado el 6 de diciembre de 1992 (D. L. 25897), como alternativa al Sistema Nacional de Pensiones, administrado por el Estado. El Gobierno otorgó un bono de reconocimiento por los aportes al sistema público, antes del traslado al sistema privado de pensiones a pagarse al momento de la jubilación.
- **Inversión y privatización de empresas públicas.** Se emite el D. L. 674 de Promoción de Inversión Privada en las Empresas del Estado, y se crea la Comisión de la Promoción a la inversión Privada, con la finalidad de reforzar el proceso de privatización de las empresas públicas y de promover la inversión privada. Esta iniciativa se complementó con el establecimiento de igualdad en el trato al capital nacional y al extranjero mediante el D. L. 662 (Ley de Fomento a las Inversiones Extranjeras).

GRÁFICO 8 ■ Deuda pública externa por acreedor (Porcentaje del PBI)



FUENTE: MEF.

REINSERCIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

La credibilidad del riguroso programa de estabilización, implementado por el Perú en agosto de 1990, y su claro interés por reinsertarse al sistema financiero internacional, reflejado en el reinicio de los servicios de su deuda con el FMI en octubre 1990 y el Banco Mundial en noviembre 1990—, produjo apoyo de la comunidad internacional. Los acuerdos con los organismos multilaterales y con el Club de París, avalados por el Grupo de Apoyo, permitieron la reducción de la deuda del 70,4% del PBI en 1990 al 47,7% en 1995 y al 31,8% en 1997 (Gráfico 8).

REANUDACIÓN DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Entre las condiciones fundamentales para un crecimiento económico sostenido se halla la estabilidad macroeconómica, sustentada en las disciplinas fiscal y monetaria, con unas cuentas externas sostenibles de largo plazo, una posición de deuda pública razonable y un sistema financiero sólido. El Perú estabilizó los precios desde 7 650% en 1990 a niveles menores del 10% anual en 1995. Asimismo, el período 1993–95 marcó la reanudación del crecimiento sostenido de la economía peruana. La sólida evolución de la economía obedeció a condiciones externas positivas; al cierre de una brecha del producto negativa; y a una adecuada combinación de políticas macroeconómicas; y el inicio de reformas estructurales esenciales para la solidez del sistema microfinanciero (con un adecuado control de las vulnerabilidades). El PBI real creció a una tasa media de aproximadamente 8% en 1993–95.

CONCLUSIONES

El programa de estabilización, que se inició en agosto de 1990, fue exitoso en combatir la hiperinflación, igual que la restitución de los precios, como señal para el funcionamiento eficiente de la economía. Piedra angular fue la instauración de una política monetaria independiente, llevada a cabo por un Ban-



La estabilización de la economía con una política monetaria, cuyo único objetivo era controlar la inflación, **propició la remonetización y el fortalecimiento del sistema financiero, y se constituyó en el fundamento del crecimiento sostenido que experimentó la economía peruana en los siguientes años.**



co Central autónomo, que fue acompañada de una disciplina fiscal, que equilibró las cuentas del sector público.

La estabilización de la economía con una política monetaria, cuyo único objetivo era controlar la inflación, propició la remonetización y el fortalecimiento del sistema financiero, y se constituyó en el fundamento del crecimiento sostenido que experimentó la economía peruana en los siguientes años.

La consolidación de esta gran estabilización, en el largo plazo, requiere confrontar uno de los retos más importantes de la economía peruana, la reducción de la dolarización financiera. Para conseguirlo, es crucial preservar la estabilidad de precios y, a la vez, acrecentar la confianza en la moneda peruana.

REFERENCIAS:

- **Armas, A., Grippa, F., Quispe, Z. y Valdivia, L. (2001).** De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: El caso peruano. *Revista Estudios Económicos*, (7).
- **Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).** Memorias 1990-1997.
- **Rodríguez, M., Valderrama, J. y Velarde, J. (2000).** El programa de estabilización. En R. Abusada, F. Du Bois, E. Morón, y J. Valderrama (eds.), *La Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa*, volumen 1, (91-119). Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- **Rossini, R. y Santos, A. (2015).** La reciente historia económica del Perú: Del estancamiento, la desorganización y la mala gestión al crecimiento, la estabilidad y las políticas de calidad. En A. Werner, y A. Santos (eds.), *Perú: Manteniéndose en el camino del éxito económico* (1-28). Fondo Monetario Internacional.
- **Rossini, R. (2017).** La política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú en los últimos 25 años. En G. Yamada y D. Winkelried (eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (23-36). Universidad del Pacífico.
- **Velarde, J. y Rodríguez, M. (1992a).** *Lineamientos para un programa de estabilización drástico*. Documento de Trabajo 1. Universidad del Pacífico.
- **Velarde, J. y Rodríguez, M. (1992b).** *Programa económico de 1990: Evaluación del primer año*. Documento de Trabajo 2. Universidad del Pacífico.