

El esquema de metas de inflación con CONTROL DE RIESGOS

CARLOS MONTORO*, FERNANDO PÉREZ**
Y DAVID FLORIÁN***



* Gerente de Política Monetaria del BCRP
carlos.montoro@bcrp.gob.pe



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



*** Economista, Fondo Monetario Internacional
dflorian@imf.org

En los últimos 20 años, la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), basada en el esquema de metas de inflación y el control de riesgos asociados a la dolarización financiera, ha generado una estabilidad significativa en la moneda nacional y, por lo tanto, en el país. En este artículo se analizan las mejoras implementadas al esquema, después de choques fuertes — crisis de 2009 o COVID-19—y que han permitido que las expectativas se mantengan ancladas con éxito dentro del rango meta (1 a 3 por ciento).

A inicios del año 2002, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) adoptó el esquema de metas explícitas de inflación¹, mediante el cual el banco ejecuta la política monetaria a través de diferentes instrumentos con el objetivo de i) mantener ancladas las expectativas de inflación al rango meta, ii) reforzar la transmisión de la tasa de interés de referencia al resto de tasas de interés del sistema financiero, y iii) controlar los riesgos asociados a la dolarización financiera parcial². Este esquema, que se mantiene vigente a la fecha, ha experimentado modificaciones a lo largo de las últimas dos décadas. Esto cambios están relacionados con la creación de nuevos instrumentos y facilidades³, y la mejora en la comunicación al público de las decisiones de política monetaria⁴.

En una economía con dolarización financiera parcial, en donde el banco central no es prestamista de última instancia en moneda extranjera, la materialización de los riesgos inherentes a la dolarización —como son las fluctuaciones abruptas en el tipo de cambio y los movimientos volátiles de capitales en moneda extranjera— puede comprometer la estabilidad del sistema financiero y debilitar la confianza en la moneda local. Por ello, el control y la prevención de estos riesgos se encuentra en línea con el mandato del BCRP desde su creación, que es el de preservar la estabilidad monetaria⁵. En este sentido, desde su adopción hasta la actualidad, el esquema ha permitido tomar acciones de política monetaria de forma oportuna y efectiva frente a episodios con significativa magnitud y volatilidad macroeconómicos, tales como el inicio del superciclo de *commodities* (2004 hasta 2008), la crisis financiera internacional (2008-2009) y la pandemia del

COVID-19 (2020-2021). Por otro lado, ha permitido incorporar nuevos esquemas de política monetaria, como el programa de desdolarización (2013 en adelante)⁶.

1) EL SUPERCICLO DE *COMMODITIES*, LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y LA RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCRP.

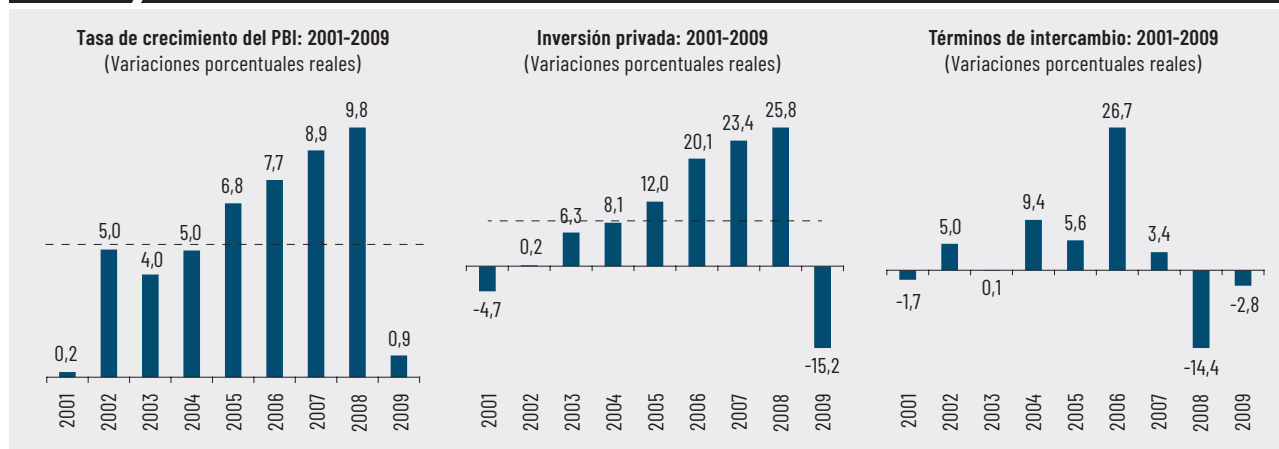
a. La euforia del periodo precrisis.

Las reformas económicas aplicadas en la década de 1990 y un entorno externo favorable para los países exportadores de *commodities* fueron pilares para las altas tasas de crecimiento económico experimentadas por la economía peruana entre 2001 y 2009, lapso en el que se alcanzó un crecimiento promedio interanual de 5,4 por ciento.

El contexto externo favorable de precios de *commodities* altos e inlujos de capitales impulsó en el Perú el crecimiento del PBI y de la inversión privada. La entrada de capitales favoreció el financiamiento a bajo costo, impulsando la demanda agregada y generando una apreciación de la moneda, lo cual reducía aún más el costo de financiamiento. La ratio de crédito sobre PBI se incrementó entre 2001 y 2008 de 25 a 29 por ciento, creciendo anualmente en promedio 1,9 por ciento. Así, en el año 2008, a pesar de que el cuarto trimestre estuvo afectado por el inicio de la crisis financiera global, el PBI creció 9,8 por ciento y la inversión privada 25,8 por ciento en términos reales.

En este contexto, la inflación se empezó a acelerar desde mediados de 2007, por el incremento tanto en los precios de alimentos y energía como por el impulso en

GRÁFICO 1 ■ Escenario local precrisis



FUENTE: BCRP.

¹ Una discusión sobre la adopción de este esquema se puede encontrar en Armas et al. (2001); Pérez Forero (2017); Pérez Forero et al. (2016); y Salas y Vega (2007).
² Para una discusión sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria se puede revisar Barro y Gordon (1983); Castillo et al. (2011); Castillo y Pérez Forero (2019); Castillo et al. (2009); Rossini y Vega (2007); Vega y otros (2009); y Winkelreid (2013).

³ Este esquema está en línea con un enfoque integral de políticas como los expuestos por Adrian et al. (2020); Adrian y Gopinath (2020); Basu et al. (2020); y el IMF (2020). Por su lado, Ehrmann (2021), siguiendo la idea original de Kydland y Prescott (1977), discute en qué grado estas metas de inflación ayudan a anclar las expectativas de inflación.

⁴ Una descripción de las mejoras en la estrategia de comunicación de los bancos centrales de América del Sur se puede encontrar en Castillo et al. (2019).

⁵ La Constitución Política del Perú, en su artículo 84, señala que "La finalidad del Banco Central es preservar la estabilidad monetaria. Sus funciones son: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales a su cargo, y las demás funciones que señala su Ley Orgánica".

⁶ Para que el diseño e implementación de la política monetaria tenga resultados en sus objetivos, es necesario que el banco central goce de independencia y autonomía (BCRP, 2007). Por otro lado, Borio (2019) destaca la idea de que la flexibilidad de estos esquemas de metas de inflación ha permitido a las economías emergentes no sólo alcanzar sus objetivos de inflación, sino implementar mecanismos de prudencia macroeconómica.

la demanda agregada asociado a factores externos. Para frenar esta expansión, entre junio de 2007 y setiembre de 2008, el BCRP incrementó la tasa de referencia de 4,5 a 6,5 por ciento. Asimismo, entre marzo y abril de 2008 se incrementaron las tasas de encaje en soles (de 15 a 25 por ciento), mientras que entre febrero y julio de 2008, las tasas de encaje en dólares (de 30 a 49 por ciento) como complemento a la subida de la tasa de referencia, con el objetivo de moderar el crecimiento del crédito⁷. Sin embargo, la apreciación de la moneda peruana respecto al dólar generó también incentivos para operaciones de *carry trade* por parte de inversionistas no residentes. A inicios de 2008 se observó un fuerte ingreso de inversiones de no residentes hacia certificados de depósito del BCRP (CDBCRP)⁸ motivado en parte por los incrementos de la tasa de interés de referencia y la apreciación de la moneda. Este ingreso de capitales incrementó aún más la presión a la baja en el tipo de cambio e impulsó la demanda agregada.

Ante este comportamiento, el BCRP estableció una serie de medidas para cambiar esta situación. En enero de 2008 se sustituyó la emisión de CDBCRP por certificados de negociación restringida a los participantes en la subasta primaria (CDBCRP-NR), y se estableció una comisión de 4% por registro de transferencia de propiedad de los certificados del BCRP, con el objetivo de limitar la participación de inversionistas no residentes en el mercado de instrumentos monetarios. Luego, en abril de 2008 se estableció una tasa de encaje en moneda nacional de 120 por ciento a los depósitos de no residentes. Mediante el uso de estos instrumentos se evitó la especulación con los instrumentos de manejo monetario por parte de

no residentes, evitando también presiones en las tasas de interés de los instrumentos monetarios que distorsionaban la curva de rendimiento.

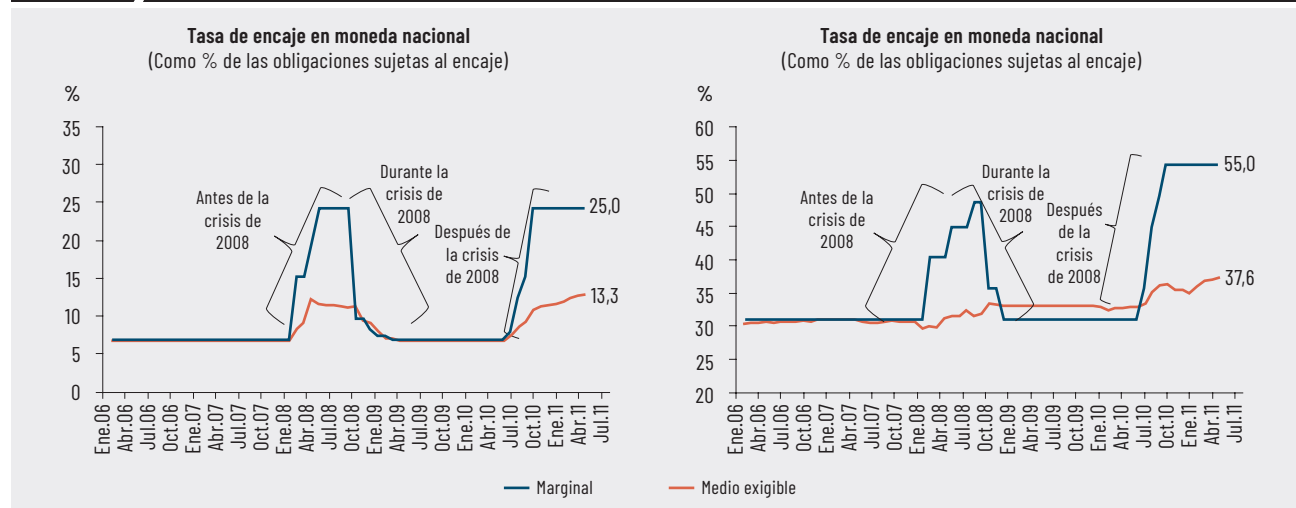
Adicional a dichos instrumentos, el BCRP realizó intervenciones en el mercado cambiario *spot* a través de compras netas en la mesa de negociación, con el objetivo de reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio. Entre 2005 y agosto de 2008 las reservas internacionales netas se incrementaron de US\$ 12,6 mil millones a US\$ 34,7 mil millones, explicado principalmente por la intervención cambiaria en el mercado *spot* en alrededor de US\$ 25,4 mil millones⁹.

b. El impacto de la crisis financiera internacional y la respuesta de política monetaria

En setiembre de 2008, a raíz de la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers, se desencadenó la crisis financiera global más grave desde la Gran Depresión de 1929. El desplome de los mercados financieros internacionales impactó la economía real de la mayoría de los países del mundo, lo que significó una desaceleración económica en los países emergentes y en las economías industrializadas. Esta crisis generó una salida abrupta de capitales de países emergentes y, en el caso del Perú, una contracción en los precios de las principales exportaciones; hechos que motivaron presiones al alza del tipo de cambio de 12 por ciento entre setiembre de 2008 y febrero de 2009.

No obstante este panorama internacional, la actividad económica en el Perú registró un crecimiento del PBI de 9,8 por ciento en 2008, la tasa más alta de los últimos 14 años, completando así diez años consecuti-

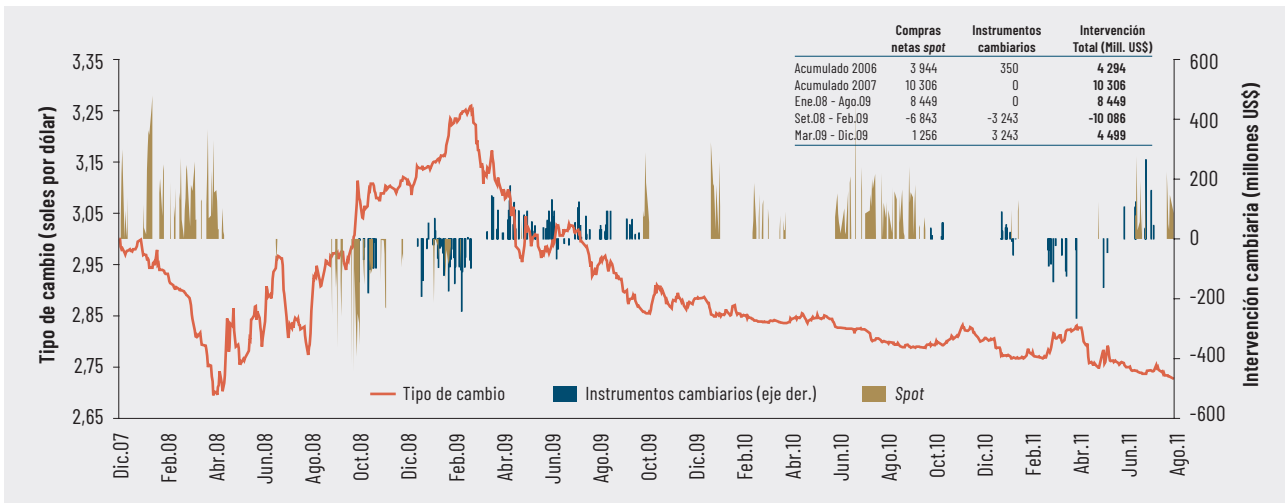
GRÁFICO 2 ■ Reducción del encaje como respuesta a la crisis



FUENTE: BCRP.

⁷ El crecimiento del crédito no significó un boom crediticio en parte por las medidas precautorias adoptadas por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP, 2008). El uso de requerimientos de reservas en América Latina está ampliamente documentado en Montoro y Moreno (2011). Por otro lado, un estudio sobre los efectos dinámicos de los cambios en la tasa de referencia y en los requerimientos de encaje se puede encontrar en Pérez Forero y Vega (2014) y en Armas et al. (2014).
⁸ Instrumento de esterilización monetaria utilizado por el banco central para regular la liquidez de la banca.
⁹ En Humala y Rodríguez (2009) y en Durán-Vanegas (2016) se discute la efectividad de las intervenciones en el mercado cambiario para reducir la volatilidad del tipo de cambio. En Pérez Forero (2022), se distingue la volatilidad cambiaria en América Latina entre un componente común y un componente idiosincrático, destacando que el primero resulta ser más importante. Lahura y Vega (2013) discuten los efectos asimétricos de la intervención cambiaria, mientras que Mundaca (2011) estudia cómo la información pública sobre la estrategia de intervención puede afectar la volatilidad del tipo de cambio.

GRÁFICO 3 ■ Tipo de cambio e intervención en el mercado cambiario



LOS INSTRUMENTOS CAMBIARIOS INCLUYEN LOS VENCIMIENTOS NETOS DE CDR BCRP Y COLOCACIÓN NETA DE CDLO BCRP.
FUENTE: BCRP.

vos de expansión. En 2009, la tasa de crecimiento del PBI se desaceleró a 0,9 por ciento como producto del impacto de la crisis. La inflación fue de 6,65 por ciento en 2008, reflejando principalmente el impacto de choques de oferta de alimentos nacionales e importados¹⁰, cuyos precios crecieron durante ese año en 9,7 por ciento. Las presiones al alza de los precios asociados a los alimentos importados fueron cediendo en los últimos meses del año, ante la rápida corrección de las cotizaciones internacionales de los *commodities* en un contexto de deterioro de la economía mundial.

En dicho contexto, en una primera etapa, las acciones de política monetaria se orientaron a evitar que los eventos externos se replicasen internamente en los mercados monetarios, de crédito, cambiario y de capitales, en la forma de una contracción de financiamiento, lo cual podría generar una estanflación. Así, entre setiembre de 2008 y febrero de 2009, la política monetaria se enfocó en asegurar que i) el crédito continúe fluyendo mediante la provisión de liquidez al mercado y ii) a disminuir la volatilidad en los mercados financiero y cambiario. En este periodo el BCRP inyectó liquidez al mercado por S/ 34,8 mil millones, equivalente a 9,3 por ciento del PBI de 2008. Esta inyección de liquidez se realizó mediante la emisión de operaciones de reporte hasta el plazo de un año, la reducción del encaje marginal en moneda nacional de 25 a 6,5 por ciento y el vencimiento de certificados de depósito del BCRP.

El BCRP también inyectó liquidez en moneda extranjera mediante la exoneración del encaje a adeudados externos de entidades financieras a plazos de 2 años a más, la reducción del encaje marginal de 49 a 30 por ciento para las obligaciones en dicha moneda, revirtiendo así los incrementos de encaje que se habían dado en los me-

ses previos, y la creación de operaciones de reporte para proveer liquidez en moneda extranjera. Asimismo, la entidad monetaria redujo de 120 a 35 por ciento el encaje a depósitos de no residentes que se había establecido en abril de 2008.

Con la finalidad de reducir la volatilidad del tipo de cambio, el Banco Central intervino en el mercado cambiario entre setiembre de 2008 y febrero de 2009 con ventas netas de moneda extranjera por US\$ 6 843 millones y la emisión de instrumentos cambiarios (certificados de depósito indexados al tipo de cambio-CDR) por US\$ 3 243 millones, a través de ventas de dólares. Esta respuesta de política fue posible gracias a la acumulación preventiva de reservas internacionales efectuada en los últimos cuatro años, provisión que permitió contar con una alta capacidad de respuesta para enfrentar este tipo de contingencias macroeconómicas adversas¹¹.

Luego de normalizar las condiciones financieras locales, a partir de febrero de 2009 se inició un ciclo de reducciones de la tasa de interés de referencia, desde un nivel de 6,5 por ciento a 1,25 por ciento en agosto de 2009, acumulando una reducción de 525 puntos básicos y alcanzando con ello su nivel mínimo histórico en el momento. Esta reducción buscó facilitar el acceso al financiamiento de las empresas e incentivar un mayor gasto privado para así apoyar la reversión del ciclo económico débil iniciado en 2008, y que fue profundizado por la crisis financiera global.

La inflación retornó al rango meta en julio de 2009 en medio de un ciclo económico débil, menores expectativas de inflación, menor inflación importada y reversión de los choques de oferta en los precios de alimentos. De esta forma, la inflación acumulada en los últimos 12 me-

¹⁰ En el recuadro "Precios de alimentos y volatilidad de la inflación", publicado en el Reporte de Inflación, se exponen los episodios de 2007-2008 y 2010-2011 donde los precios de los alimentos y a volatilidad de los incrementos de estos precios se deben al incremento en los precios internacionales de las materias primas (BCRP, 2011).

¹¹ Las ventajas para un país de acumular reservas internacionales para poder enfrentar restricciones de financiamiento en los periodos de crisis económicas y financieras son discutidas en el recuadro "Las ventajas de la acumulación de reservas internacionales para economías emergentes" (BCRP, 2009).

ses pasó de 6,7 por ciento en diciembre de 2008 a 1,9 por ciento en agosto de 2009¹².

2) EL PROGRAMA DE DESDOLARIZACIÓN DEL BCRP

Desde el año 2013 el Banco Central implementó medidas orientadas a acelerar el proceso de desdolarización del crédito, y con ello, reducir el riesgo latente de un deterioro de la situación financiera de las empresas y las familias endeudadas en dólares ante una depreciación súbita e inesperada de la moneda peruana (el sol). Así, en marzo de 2013 se establecieron encajes adicionales en dólares con la finalidad de moderar la expansión del crédito hipotecario y vehicular en dólares e incentivar su sustitución por créditos en soles. En octubre de 2013 el BCRP extendió la aplicación de estos encajes a la evolución de los créditos totales en dólares, tal como se informa en las memorias institucional del ente emisor (BCRP, 2013, 2014).

Dichos encajes adicionales se activan cuando las entidades no alcanzan las reducciones de los saldos de crédito que establece el BCRP en fechas predefinidas. De esta manera, los encajes adicionales en moneda extranjera alinean los incentivos de las entidades bancarias en su conjunto, favoreciendo el otorgamiento de créditos en soles y facilitando la coordinación entre las entidades financieras que buscan desdolarizar el crédito. Por lo tanto, estos encajes encarecen el crédito en dólares para todas las entidades financieras, lo que permite romper la inercia entre ofertantes y demandantes de crédito que solían pactar créditos en dólares, ya sea por costumbre en los procesos de otorgamiento de créditos o por una percepción equivocada de bajo riesgo cambiario crediticio por parte de los demandantes.

El programa de desdolarización implicó una recomposición de las carteras de créditos por parte de las en-

tidades financieras, incrementado los créditos en soles y reduciendo los créditos en dólares¹³. Para sostener esta recomposición y un mayor dinamismo del crédito en soles, el BCRP estableció modalidades de inyección de liquidez en soles que acompañasen el proceso de desdolarización del crédito. En particular, se crearon dos esquemas de repo de monedas para inyectar liquidez a plazos: las repos de expansión y las repos de sustitución¹⁴.

Estas medidas contribuyeron a que todos los componentes del crédito hayan reducido su coeficiente de dolarización. Para el crédito total, este se redujo de 47,8 por ciento en setiembre de 2013 a 21,1 por ciento en diciembre de 2021. Con ello se contribuyó a reducir la vulnerabilidad de la economía frente a episodios de elevada volatilidad en el tipo de cambio. Asimismo, a 8 años de la implementación del encaje adicional, la dolarización del crédito de las familias se redujo significativamente. Así, la dolarización del crédito hipotecario se redujo de 47,4 por ciento hasta 9,8 por ciento, y la del crédito vehicular, de 81,3 por ciento hasta 13,8 por ciento en diciembre de 2021.

3) LA RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA ANTE LA PANDEMIA DEL COVID-19: 2020-2021

En 2020 la economía mundial se enfrentó a un choque severo e imprevisto: la pandemia del COVID-19. El brote inicial se localizó en la ciudad de Wuhan, China, a fines de 2019, y luego se expandió rápidamente a Europa y al resto del mundo. En marzo de 2020, la epidemia, que ya había sido detectada en 255 países, pasó a ser declarada por la Organización Mundial de la Salud como una pandemia global (BCRP, 2021).

Con el fin de contener la propagación del virus, el Gobierno peruano implementó una de las medidas de

CUADRO 1 ■ Dolarización del crédito por segmentos (Porcentaje)

	Set.13 (i)	Dic.18	Dic.19	Dic.20	Dic.21 (ii)	Diferencia (ii)-(i)
Hogares	28,1	11,2	9,6	8,6	7,5	-20,6
Consumo	12,7	6,9	6,5	5,8	5,7	7,0
Vehicular	81,3	15,1	15,9	18,0	13,8	-67,5
Tarjetas de crédito	9,0	7,8	7,7	6,2	12,3	3,3
Resto	7,4	6,1	5,4	5,1	4,1	-3,3
Hipotecario	47,4	17,6	14,4	12,5	9,8	-37,5
Empresas	58,1	40,6	39,1	29,0	28,4	-29,7
Corporativo	68,6	50,9	47,4	47,0	44,7	-23,9
Grandes empresas	75,1	57,6	59,0	41,9	41,5	-33,6
Medianas empresas	69,6	42,3	40,6	23,5	21,8	-47,8
Pequeñas empresas	20,0	6,8	6,2	4,2	3,5	-16,5
Microempresas	7,9	6,5	6,0	4,5	4,0	-3,9
Total	47,8	29,5	27,4	22,0	21,1	-26,7

¹² Para mayor detalle sobre las operaciones que tomó el Banco Central para hacer frente a la crisis financiera internacional (2008-2009), se puede consultar Armas (2009) y Quispe et al. (2009).

¹³ Ver Castillo et al. (2016) y Contreras et al. (2019) para una mayor descripción del proceso de reconversión del crédito de moneda extranjera a moneda nacional.

¹⁴ Ver Choy (2015) para una descripción de estos instrumentos.

confinamiento social más rigurosas en el mundo: el 16 de marzo decretó, entre otras, el aislamiento social obligatorio a nivel nacional y la paralización de sectores considerados no esenciales, abarcando la ejecución de obras públicas y el servicio de comercio electrónico. Con ello, el PBI se contrajo 17,3 por ciento durante la primera mitad del año (30,0 por ciento en el segundo trimestre).

Desde el inicio de la pandemia, la política monetaria tomó una posición expansiva sin precedentes, factible por la alta credibilidad alcanzada por el BCRP. Esta se orientó a preservar la cadena de pagos de la economía y apoyar la recuperación de la actividad económica. Las medidas del BCRP se enfocaron a la reducción del costo de financiamiento y de la reducción de la volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés de largo plazo, y la provisión de liquidez al sistema financiero. Para ello, el BCRP redujo la tasa de referencia en 200 puntos básicos a su mínimo histórico de 0,25 por ciento, la tasa de política monetaria más baja de la región y una de las menores entre economías emergentes. Dado el tamaño del choque y sus inminentes efectos sobre la economía, se amplió el impulso monetario mediante medidas cuantitativas adicionales de política monetaria.

El BCRP realizó las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía. Entre marzo y diciembre de 2020 el saldo de operaciones de inyección de liquidez alcanzó niveles históricos récord: se incrementó de S/ 14,8 mil millones al cierre de febrero a S/ 64,8 mil millones (9,1 por ciento del PBI) al 31 de diciembre de 2020. De este último monto, S/ 50,7 mil millones correspondieron a operaciones de reporte con garantía del Gobierno Nacional. El saldo total alcanzado de operaciones de inyección de liquidez a fines de 2020 fue 8 veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones), y 2 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *com-*

modities (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

El BCRP realizó la ampliación del estímulo monetario principalmente a través de tres programas: Reactiva Perú, las operaciones de reporte con reprogramaciones de carteras de créditos y las operaciones condicionadas a la expansión del crédito de largo plazo.

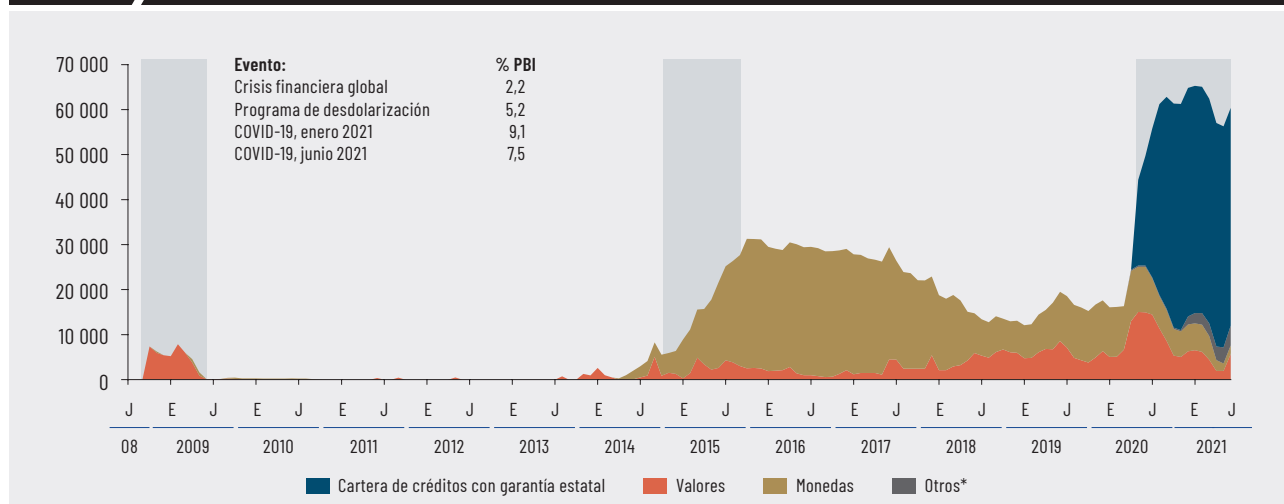
1) El programa Reactiva Perú

En el contexto de la caída abrupta de la actividad económica por la cuarentena, se creó el programa de créditos garantizados por el gobierno Reactiva Perú. Mediante este programa, el BCRP proveyó liquidez, a través de operaciones de reporte, a las instituciones financieras que otorgan estos créditos. Con este instrumento, el BCRP otorgó liquidez y recibió un activo de alta calidad como colateral, el cual fue la cartera crediticia garantizada por el Gobierno.

Con Reactiva Perú se buscó absorber parcialmente el mayor riesgo de la pandemia, mediante la creación de incentivos para que las entidades financieras proporcionen a las empresas el capital de trabajo necesario para cubrir sus obligaciones durante el tiempo que no pudieran operar, mejorando su viabilidad y reduciendo la incertidumbre del mercado. Asimismo, este programa sirvió para inyectar liquidez rápidamente, lo que sostuvo el flujo de crédito, evitando así la ruptura en la cadena de pagos y una depresión económica. También brindó el impulso monetario que ha permitido la recuperación económica que se observó desde el segundo semestre del año 2020. A diferencia de otros episodios, como la crisis asiática de 1998, el crédito evolucionó de forma anticíclica. En este sentido, el crédito a empresas creció a una tasa interanual del 22 por ciento en 2020, lo cual habría sido negativo sin este programa.

Reactiva Perú fue uno de los programas de créditos garantizados más grandes de la región (alrededor

GRÁFICO 4 ■ Saldo de operaciones de inyección del BCRP* (Millones de S/)



* EL RUBRO "OTROS" INCLUYE LA COMPRA DE BONOS DEL TESORO PÚBLICO, EN LÍNEA CON EL ARTÍCULO 61 DE LA LEY ORGÁNICA DEL BCRP, Y OPERACIONES DE REPORTE DE CARTERA DE CRÉDITOS.
FUENTE: BCRP.

del 8,5% del PBI) y ha sido el que tuvo la mayor tasa de ejecución (alrededor del 90%) en comparación con economías avanzadas y emergentes. Hay tres características que explican el éxito de este programa:

- **Sencillez:** Las condiciones para acceder a este programa fueron sencillas y fáciles de verificar; por ejemplo, el monto del préstamo era proporcional a las ventas declaradas a la Sunat el año anterior y no hubo condiciones de precalificación (aparte de no estar en una lista de determinadas actividades prohibidas o asociadas a la corrupción).
- **Alcance:** Las empresas informales pudieron participar en el programa. Las microempresas sin declaración de ventas tuvieron acceso a los créditos, y el tamaño de sus préstamos estaba relacionado con el monto de su deuda en el sistema financiero (con un tope de hasta S/ 40 000). Del medio millón de empresas que recibieron un crédito de Reactiva Perú, el 98% fueron micro o pequeñas empresas y el 77% no tenía registro de ventas.
- **Competencia:** El mecanismo de subasta del Banco Central para proporcionar liquidez generó competencia entre las instituciones financieras. A diferencia de otras subastas, para la asignación de recursos se tomó en cuenta la tasa de interés que los prestatarios pagan a las instituciones financieras. Así, las instituciones financieras que cobran una tasa más baja a sus clientes son las que obtuvieron los fondos. Esto contribuyó a acelerar el traspaso de la reducción de la tasa de política al resto de tipos de interés en mínimos históricos, especialmente en el caso de empresas más pequeñas.

2) Operaciones de reporte con reprogramaciones de carteras de créditos

Se creó un programa de operaciones de reporte que impulsó las reprogramaciones de créditos para promover la consecución de menores tasas de interés y de mayores plazos. A través del uso de estas operaciones, las empresas del sistema financiero pudieron obtener liquidez a cambio de un colateral de alta calidad (valores, moneda extranjera o inclusive cartera crediticia), siempre y cuando cumplieran con refinanciar los créditos de sus clientes, en un plazo de entre 6 y 48 meses, y que las tasas de interés sean menores que las pactadas inicialmente. Los efectos de estas operaciones se reflejaron en mejores condiciones para los deudores del sistema financiero, quienes después pueden recuperarse más rápidamente del choque negativo en la economía local. El total de operaciones de reporte bajo este programa de reprogramaciones ascendió a S/ 2 474 mil millones al cierre de junio de 2021 (S/ 4 804 millones a diciembre de 2021).

3) Operaciones Condicionadas a la Expansión del Crédito a Largo Plazo

El BCRP creó a fines de 2020 un programa de operaciones de inyección de liquidez condicionadas

a la expansión del crédito a largo plazo, con el objetivo de potenciar la transmisión del impulso monetario hacia las tasas de interés de largo plazo. Las entidades participantes que cumplieron con expandir sus créditos de largo plazo, de acuerdo con ciertos criterios, pudieron acceder a operaciones de reporte y *swaps* de tasas de interés.

Los *swaps* de tasas de interés son instrumentos financieros derivados en los cuales el BCRP asume el compromiso de pagar una tasa de interés variable a cambio del compromiso de la entidad financiera de pagar una tasa de interés fija. Estos instrumentos facilitan la gestión de riesgos de tasas de interés por parte de las entidades financieras, permitiéndoles utilizar sus excedentes de liquidez de corto plazo para realizar préstamos de largo plazo, sin que ello afecte su exposición al riesgo de tasa de interés.

En particular, este programa buscó impulsar el crecimiento del crédito hipotecario, tomando en consideración que la tasa de ahorro privado se incrementó significativamente durante la pandemia, alcanzando 24,0 por ciento del PBI, la mayor tasa desde que se tiene registro de las series anuales de ahorro e inversión (1970). El total de operaciones de reporte bajo este programa ascendió a S/ 245 millones al cierre de junio de 2021 (S/ 5 540 millones a diciembre de 2021).

ACCIONES PARA EVITAR ALTAS VOLATILIDADES EN TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO Y TIPO DE CAMBIO

La pandemia del COVID-19 incrementó la volatilidad del valor de las monedas emergentes, entre ellas la del Perú, lo que estuvo asociado a la evolución de los flujos de capitales durante 2020 y a un incremento de las tasas de interés de los bonos del tesoro de EE. UU. en el primer trimestre de 2021. Adicionalmente, factores locales como la incertidumbre política vinculada a la vacancia presidencial y al proceso electoral presionaron el tipo de cambio al alza.

Dada la evolución del tipo de cambio, el BCRP participó en el mercado cambiario utilizando los instrumentos que tiene a su disposición para moderar la volatilidad excesiva. Así, entre marzo de 2020 y mediados de abril de 2021, el banco central vendió US\$ 2,7 mil millones de dólares en el mercado cambiario para contrarrestar las presiones de demanda de esta divisa. Asimismo, se colocaron instrumentos derivados de venta (*swaps* cambiarios y certificados de depósito reajustables) por el equivalente a US\$ 9,9 mil millones. Estos *swaps* cambiarios venta del banco central (SCV-BCRP) y los certificados de depósito reajustables (CDR-BCRP) son instrumentos cambiarios que se utilizan para compensar la demanda por cobertura cambiaria, y así reducir las presiones al alza del tipo de cambio. Por otro lado, el BCRP también realizó operaciones monetarias con los fondos privados de pensiones con el objetivo de garantizar el normal funcionamiento de los mercados financieros y evitar presiones al alza en las tasas de in-

terés en el mercado de bonos soberanos y en el tipo de cambio, provenientes de ventas desordenadas de estos títulos para realizar el pago de los retiros de fondos.

La respuesta del BCRP al COVID-19 permitió que se mantenga el flujo del crédito a la economía, evitando el quiebre en la cadena de pagos que hubiera agravado el impacto económico de la pandemia. También brindó el impulso monetario que ha propiciado la recuperación económica observada desde mediados del año 2020.

Como consecuencia de la política monetaria expansiva y del programa de créditos garantizados por el Gobierno, la tasa de crecimiento del crédito al sector privado se aceleró de 7,0 por ciento en 2019 a 11,0 por ciento en 2020. Como porcentaje del PBI, el saldo de crédito al sector privado subió desde 43,0 por ciento del producto en 2019 a 52,6 por ciento en 2020. La expansión del crédito fue mayor en moneda nacional debido a los créditos otorgados mediante el programa Reactiva Perú.

La tasa de inflación se incrementó ligeramente entre 2019 y 2020, de 1,90 a 1,97 por ciento, ubicándose en el centro del rango meta de inflación del BCRP (entre 1 y 3 por ciento). Los determinantes al alza en la inflación provinieron de los mayores costos que se derivaron de las medidas sanitarias, factores de oferta que afectaron a algunos alimentos y el incremento del tipo de cambio. La evolución de la actividad económica por debajo de su potencial se reflejó en la menor inflación sin alimentos y energía, la cual disminuyó de 2,30 por ciento en 2019 a 1,76 por ciento en 2020.

CONCLUSIÓN

El esquema actual de política monetaria del BCRP, el cual contempla la meta de inflación y el control de los riesgos asociados a la dolarización (financiera) ha contribuido significativamente al logro de la estabilidad monetaria en los últimos 20 años. A lo largo de este tiempo se han observado distintos eventos, tanto domésticos como externos, que han puesto a prueba dicho esquema, y ello ha permitido que este evolucione aún más y que se refuerce la credibilidad de la moneda local, coadyuvando de este modo al desarrollo y la mayor estabilidad de los mercados financieros locales. Asimismo, la ejecución de la política monetaria, junto con el resto de los instrumentos y medidas adicionales para reducir las vulnerabilidades del sistema financiero, tales como el programa de desdolarización y lo realizado durante la pandemia del COVID-19, han permitido que las expectativas del mercado se mantengan ancladas al rango meta de 1 a 3 por ciento, con algunos desvíos transitorios.

REFERENCIAS:

- **Adrian, T., Erceg, C., Lindé, J., Zabczyk, P. y J. Zhou (2020)**, "A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework". IMF Working Paper No. 20/122.
- **Adrian, T. y G. Gopinath (2020)**, "Toward an Integrated Policy Framework for Open Economies". IMF Blog.
- **Basu, S., Boz, E., Gopinath, G., Roch, F. y F. Unsal (2020)**, "A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework". IMF Working Paper No. 20/121.
- **Armas, A., Grippa, F., Quispe, Z. y L. Valdivia (2001)**, "De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial: El caso peruano", *Revista de Estudios Económicos*, No 7, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Armas, A. (2009)**, "Crisis financiera internacional y el crédito en el Perú", *Revista Moneda*, No 142, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Armas, A., Castillo, P. y M. Vega (2014)**, "Inflation targeting and Quantitative Tightening: Effects of Reserve Requirements in Peru," Documento de Trabajo 2014-003, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Banco Central de Reserva del Perú**, Memoria, varios números.
- **Banco Central de Reserva del Perú**, Reporte de Inflación, varios números.
- **Banco Central de Reserva del Perú. (2008)**, "Recuadro 7. Indicadores de auge crediticio", Reporte de Inflación Mayo 2008.
- **Banco Central de Reserva del Perú. (2009)**, "Recuadro 5. Las ventajas de la acumulación de reservas internacionales para economías emergentes", Reporte de Inflación Diciembre 2009.
- **Banco Central de Reserva del Perú. (2011)**, "Recuadro 7. Precios de alimentos y volatilidad de la inflación", Reporte de Inflación Junio 2011.
- **Banco Central de Reserva del Perú. (2007)**, "Recuadro 1. Autonomía del Banco Central y Esquema de Metas de Inflación", Reporte de Inflación Enero 2007.
- **Barro, Robert J., y Gordon, David B. (1983)**, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model", *Journal of Political Economy*, 91 (4): 589-610.
- **Borio, C. (2019)**, "Monetary policy frameworks in EMEs: practice ahead of theory", BIS speech - 30 June 2019.
- **Castillo, P., Pérez Forero, F. y V. Tuesta (2011)**, "Los Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Perú", *Revista Estudios Económicos* 21, pp. 41-63, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Castillo, P. y F. Pérez Forero (2019)**, "La Política Monetaria del BCRP y la tasa de interés de la FED", *Revista Moneda*, No 177, pp. 4-6, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Castillo, P., Herrada, R., Montoro, C. y F. Pérez, (2019)**, "La comunicación de la política monetaria en los bancos centrales de América del Sur", *Revista de Estudios Económicos*, No 37, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Castillo, P., C. Montoro y V. Tuesta (2009)**, "Un modelo de equilibrio general con dolarización para la economía peruana", *Revista Estudios Económicos* N° 17, pp. 9-50, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Castillo, P., Vega, H., Serrano, E. y Burga, C. (2016)**, "De-dollarization of credit in Peru: The role of unconventional monetary policy tools", BCRP Working Paper Series, 2016-2.
- **Choy, M (2015)**, "Desdolarización del crédito: todos ganan", *Revista Moneda* N° 165, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Contreras, A., Gondo, R., Oré, E. y Pérez, F (2019)**, "Evaluando el impacto de las medidas de desdolarización del crédito en el Perú", Working Papers 2019-005, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Durán-Vanegas, J. (2016)**, "Un análisis de la efectividad de las intervenciones cambiarias en el Perú", *Revista de Estudios Económicos*, No. 31, pp. 45-57.
- **Ehrmann, M. (2021)**, "Point targets, tolerance bands or target ranges? Inflation target types and the anchoring of inflation expectations", *Journal of International Economics*, vol. 132, 103514.
- **Humala, A. y Rodríguez, G. (2009)**, "Foreign exchange intervention and exchange rate volatility in Peru", BCRP Working Paper No 2009-008.
- **IMF (2020)**, "Toward an Integrated Policy Framework", IMF Policy Paper No. 2020/046.
- **Kydland, F., y E. Prescott (1977)**, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-91.
- **Lahura, E. y Vega, M. (2013)**, "Asymmetric effects of forex intervention using intraday data: evidence from Peru", BIS Working Papers No 430.
- **Montoro C. y R. Moreno (2011)**, "The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America", BIS Quarterly Review Marzo 2011.
- **Mundaca, G. (2011)**, "How does public information on central bank intervention strategies affect exchange rate volatility? The case of Peru, Worldbank - Policy Research Working Paper 5579.
- **Pérez Forero, F. y M. Vega (2014)**, "The Dynamic Effects of Interest Rates and Reserve Requirements", Documento de Trabajo 2014-018, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Pérez Forero, F., Quispe, Z. y D. Rodríguez (2016)**, "Independencia del Banco Central y Estabilidad de Precios", *Revista Moneda*, No 166, pp. 21-28, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Pérez Forero, F. (2017)**, "El rango meta de inflación y la efectividad de la política monetaria en el Perú", *Revista Moneda*, No 169, pp. 13-17, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Pérez Forero, F. (2022)**, "Exchange Rate Volatility in LATAM: Common and Idiosyncratic Factors", Documento de Trabajo 2022-001, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Quispe, Z., León, D. y A. Contreras (2009)**, "La crisis global 2007-2009 y la Política Monetaria del Banco Central de Reserva del Perú", *Revista Moneda*, No 139, pp. 23-33, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Rossini, R. y M. Vega (2007)**, "El mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de dolarización financiera: El caso del Perú entre 1996 y 2006". BCRP, Documento de trabajo 2007-017.
- **Salas, J., y M. Vega (2007)**, "Nueva meta de inflación en el Perú: 2 por ciento", *Revista Moneda*, No 135, 30-35, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Vega, M. y otros (2009)**, "Un modelo semi-estructural de proyección para la economía peruana", *Revista Estudios Económicos* N° 17, pp. 51-83, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Winkelreid, D (2013)**, "Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: actualización y novedades", *Revista Estudios Económicos* N° 26, pp. 9-60, Banco Central de Reserva del Perú.