

MONEDA



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
100 AÑOS | 1922 - 2022

**POLÍTICA
MONETARIA**
Transición al
Esquema de Metas
Explícitas de Inflación

**POLÍTICA
ECONÓMICA**
La gran
estabilización

CULTURAL
Perspectivas
de una colección:
pinturas y mobiliario
en Trujillo, Arequipa
y Cusco

DICIEMBRE 2022
N° 192

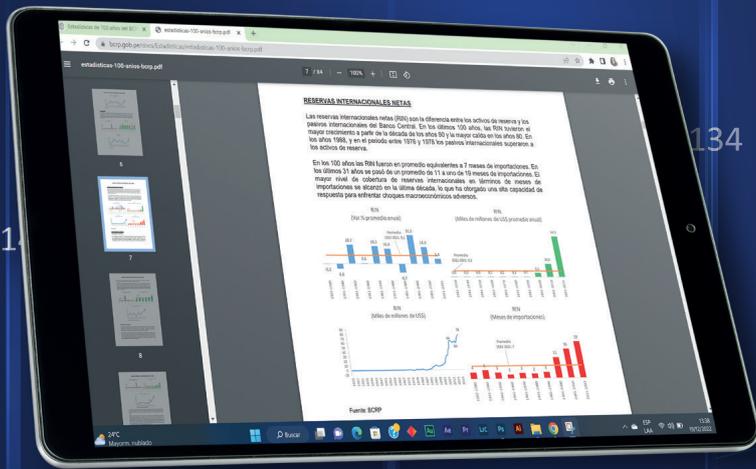


EL ESQUEMA DE
METAS DE INFLACIÓN
CON CONTROL DE RIESGOS



100 años de estadísticas del BCRP

El Banco Central pone a disposición del público las estadísticas del último siglo de las principales variables macroeconómicas del país (inflación, tipo de cambio, agregados monetarios, de los sectores real, externo y fiscal, entre otros).



Descargar informe



Descargar series





Sumario

MONEDA

Diciembre 2022



MONEDA
es una publicación del
Banco Central
de Reserva del Perú
www.bcrp.gob.pe

PRESIDENTE JULIO VELARDE FLORES /
DIRECTORES GERMÁN ALARCO TOSONI
/ ROXANA BARRANTES CÁCERES /
MARYLIN CHOY CHONG / DIEGO
MACERA POLI / CARLOS OLIVA
NEYRA / JOSÉ TÁVARA MARTÍN /
GERENTE GENERAL EDUARDO TORRES
LLOSA VILLACORTA / **EDITOR DE LA
REVISTA** JOSÉ ROCCA ESPINOZA.

ISSN (impreso): 1991 - 0592
ISSN (digital): 1991 - 0606

Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú N° 95-1359-1515.

- ✦ Las opiniones vertidas en esta revista son de exclusiva responsabilidad de los autores.
- ✦ Jirón Santa Rosa 441-445, Lima.
Teléfono: 613 2061
www.bcrp.gob.pe

4 LA GRAN DEPRESIÓN, LA MISIÓN KEMMERER Y LA CREACIÓN DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ (1929-1939) CARLOS PEREYRA

Reseña de los primeros años del BCRP, durante la década de 1930.

11 LA GRAN ESTABILIZACIÓN MARYLIN CHOY Y ZENÓN QUISPE MISAICO

Detalles del programa económico de estabilización aplicado en la década de 1990 para combatir la hiperinflación en el Perú.

22 EL ESQUEMA DE METAS DE INFLACIÓN CON CONTROL DE RIESGOS CARLOS MONTORO, FERNANDO PÉREZ Y DAVID FLORIÁN

Análisis del desempeño del esquema actual de política monetaria del BCRP ante los choques externos e internos de los últimos 20 años.

30 TRANSICIÓN DEL CONTROL DE AGREGADOS MONETARIOS AL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN ADRIÁN ARMAS Y ROCÍO GONDO

Descripción de la adopción del esquema de metas explícitas de inflación en el Perú, y de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera.

36 SOSTENIBILIDAD FISCAL DEL PERÚ PRE Y POS COVID-19 JUAN SÁNCHEZ E IAN CARRASCO

Evolución de la sostenibilidad fiscal en los últimos veinte años en el Perú, y los retos ante el COVID-19.

47 MODALIDADES DE OPERACIONES DE REPORTE DEL BCRP ANTE LOS EFECTOS ADVERSOS DEL COVID-19: REPROGRAMACIÓN DE CARTERA CREDITICIA, REPROGRAMACIÓN DE CRÉDITOS GARANTIZADOS BAJO REACTIVA PERÚ Y EXPANSIÓN DE CRÉDITO A LARGO PLAZO GOEL MIRANDA Y DANIELA POMASUNCO

Desarrollo y resultado de las operaciones de reporte bajo la modalidad de reprogramación ejecutadas por el BCRP en el contexto de la pandemia del COVID-19.

55 LA VOLATILIDAD DEL CONSUMO PRIVADO Y LA ENCUESTA NACIONAL DE PRESUPUESTOS FAMILIARES CÉSAR CARRERA Y SAMANTHA GUILLÉN

Estimación de la volatilidad del gasto de consumo privado por deciles de grupos poblacionales peruanos.

59 PERSPECTIVAS DE UNA COLECCIÓN: PINTURAS Y MOBILIARIO EN TRUJILLO, AREQUIPA Y CUSCO JAIME MARIAZZA

Valoración de un conjunto de pinturas religiosas y mobiliario protegido por el Banco Central en tres de sus sucursales.

La Gran Depresión, la misión Kemmerer y la creación del BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ (1929-1939)

CARLOS PEREYRA*

Diversos acontecimientos domésticos e internacionales influyeron en el desarrollo del BCRP durante su primer siglo de vida institucional. En la década de 1930, el impacto de la Gran Depresión y las pugnas políticas entraron en conflicto con las recomendaciones de la misión Kemmerer para modernizar el marco monetario, financiero y fiscal del país. En este artículo el autor reseña estos hechos y las circunstancias de la creación del BCRP en esta compleja coyuntura.



* Jefe, Departamento de Relaciones Internacionales del BCRP
carlos.pereyra@bcrp.gob.pe

La década de 1930 se inició con una crisis caracterizada por perturbaciones externas e internas sin precedentes, las cuales incluyeron una de las depresiones globales más profundas de la historia, así como un conjunto de sucesos políticos que convulsionaron la vida económica y social de la nación. Asimismo, este contexto propició importantes eventos institucionales, entre ellos la visita de la histórica misión Kemmerer y la creación del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Un antecedente clave de los acontecimientos que se sucedieron en los primeros años del decenio de 1930 fue la política de endeudamiento del régimen presidido por Augusto B. Leguía, quien dominó la escena política peruana en la década de 1920. Durante su segundo gobierno (1919-1930), Leguía puso en práctica una política fiscal agresivamente expansionista. El llamado Oncenio fue una época de modernización en cuanto a infraestructura y urbanismo. Sin embargo, detrás del discurso innovador de la Patria Nueva operaban prácticas deficitarias insostenibles. La acelerada expansión del gasto fue financiada de manera creciente con endeudamiento de la banca neoyorquina, lo cual generó un estigma político que habría de pesar sobre el régimen: la creciente injerencia de los acreedores externos sobre los recursos de la nación. Especialmente, la Ley 5930 (18 de diciembre de 1927) autorizó la emisión de la primera serie de bonos del Empréstito Nacional Peruano con J. W. Seligman & Co. y el National City Bank de Nueva York. Dichos recursos debían ser usados para la redención de empréstitos anteriores; la continuación de la obra pública; y la constitución de un fondo para estabilizar el tipo de cambio en US\$ 4,00 por libra peruana. Asimismo, para asegurar el pago de la deuda, se designaba a los bancos acreedores como “agentes fiscales” de la República, con el derecho de nombrar a un miembro del directorio de la Caja de Depósitos y Consignaciones (el ente recaudador del Estado) y al décimo director del Banco de Reserva del Perú (BRP). Este esquema de endeudamiento terminó abruptamente con el episodio que marcaría la década de 1930 a nivel internacional: la Gran Depresión.

LA GRAN DEPRESIÓN

El colapso de la Bolsa de Valores de Nueva York (24 de octubre de 1929) tuvo implicancias catastróficas para las finanzas, la producción y el empleo en los EE. UU. Este impacto fue transmitido rápidamente a los mercados internacionales, dando inicio a la Gran Depresión. La economía peruana, dependiente en gran medida de la exportación de materias primas, resultó afectada de inmediato por la menor demanda mundial de dichos productos y la consecuente caída de sus precios internacionales. Esta situación empeoró por la exacerbación de las prácticas proteccionistas adoptadas por los socios comerciales del Perú. Posteriormente, las presiones recesivas de la economía mundial provocaron un marcado declive en la industria, el comercio, las finan-

zas y demás ramas de la actividad económica peruana, acompañado de una fuerte deflación. En el caso del Perú, existió el elemento agravante de la fuerte dependencia crediticia del gobierno de Leguía. Por la abrupta interrupción de los flujos comerciales y la suspensión de la segunda serie del Empréstito Nacional Peruano, a fines de noviembre de 1929 el BRP abandonó la meta cambiaria de US\$ 4,00 por libra peruana. Por otro lado, la Ley 6746 (11 de febrero de 1930) creó el solero y estableció que las obligaciones, contraídas hasta entonces en libras peruanas, serían canceladas a razón de diez soles por libra peruana.

La continuación de la crisis internacional acentuó el deterioro económico y social en el Perú, que a su vez exacerbó la animadversión general contra el gobierno. Mediante un manifiesto lanzado en Arequipa, el comandante Luis M. Sánchez Cerro se declaró en rebeldía; lideró un levantamiento que culminó con el derrocamiento de Leguía el 25 de agosto de 1930; y encabezó una Junta de gobierno que se instauró dos días después.

La caída de Leguía causó una corrida contra el importante Banco del Perú y Londres, lo cual agudizó la incertidumbre y el pesimismo de los mercados. Este conjunto de circunstancias llevó inicialmente a un consenso entre los principales actores políticos, económicos, financieros e institucionales sobre la conveniencia de encargar un plan de estabilización a un renombrado grupo de especialistas en temas monetarios, fiscales y financieros, encabezado por el profesor Edwin W. Kemmerer. Durante la década de 1920, Kemmerer había ganado una sólida reputación por sus misiones sobre finanzas fiscales y bancarias en Colombia, Ecuador, Bolivia y Chile, las cuales sirvieron para mejorar la calificación de esos países como sujetos de crédito de la banca neoyorquina. Si bien inevitablemente su trabajo debía conciliar los intereses de todas las partes involucradas, Kemmerer se rigió siempre por objetivos profesionales, es decir, la búsqueda de la estabilidad monetaria, financiera y fiscal, con énfasis en el marco institucional necesario para lograrla. El académico, en particular, era un convencido defensor del régimen monetario del patrón de oro. La iniciativa de invitar a la misión Kemmerer fue liderada por el Banco de Reserva del Perú (BRP) que, en principio, también apoyaba la propuesta del patrón de oro, dentro de un marco macroeconómico que lo hiciera viable, como fórmula para detener la progresiva depreciación de la moneda nacional.

LA MISIÓN KEMMERER

El 13 de enero de 1931 arribó la misión Kemmerer, compuesta por ocho miembros: Edwin Kemmerer, experto en moneda y banca; Paul M. Atkins, experto en crédito público; Joseph T. Byrne, experto en presupuesto y contabilidad; Walter van Deusen, experto en banca; William F. Roddy, experto en aduanas; John Philip Wernette, experto tributación; Stokeley W. Morgan, secretario general; y Lindsley Dodd, secretario au-



La continuación
de la crisis internacional
**acentuó el deterioro
económico y social
en el Perú, que a su vez
exacerbó la animadversión
general contra el
gobierno.**



xiliar. Para desempeñar sus labores, la misión se instaló en el local del BRP.

Conviene tener presente que el trabajo de la misión Kemmerer (enero-abril de 1931) se desarrolló no solo en un contexto económico altamente desfavorable, sino también, en términos políticos, en “una de las etapas más llenas de incertidumbre y de inestabilidad en la historia del Perú republicano”, en palabras del historiador Jorge Basadre. La decisión de Sánchez Cerro de convocar a elecciones para elegir simultáneamente al presidente y a una Asamblea Constituyente (6 de febrero de 1931) inició un período de gran turbulencia. La oposición dentro de las propias Fuerzas Armadas desembocó el 20 de febrero de 1931 en la rebelión de la guarnición de Arequipa y alzamientos en Cuzco, Piura y Lambayeque. El 23 de febrero, Sánchez Cerro postergó las elecciones, pero se dispuso a sofocar el levantamiento. La Marina intervino para impedir un enfrentamiento y pidió el nombramiento de una Junta de Gobierno. Luego de la renuncia de Sánchez Cerro, la rápida secuencia de presidentes de la Junta terminó con el nombramiento del político David Samanez Ocampo. Así, cinco presidentes se sucedieron en los primeros días de marzo de 1931. Asimismo, a los pocos días de asumir el poder, Samanez Ocampo declaró la moratoria unilateral del Empréstito Nacional Peruano, que afectaba directamente a uno de los principales objetivos de Kemmerer —una racionalización fiscal compatible con un entendimiento con los acreedores para preservar el acceso al mercado internacional de crédito—, incluso antes de que la misión pudiera presentar su trabajo.

El 13 de abril de 1931, la misión Kemmerer había concluido la preparación de nueve proyectos de

ley (General de Bancos; Monetaria; Creación del Banco Central de Reserva del Perú; Orgánica de Presupuesto; Reorganización de la Tesorería Nacional; Impuesto a la Renta; Aduanas; Reorganización de la Contraloría General; y Contribución Predial para los Concejos Provinciales y Municipales) y dos informes (Crédito Público y Política Tributaria). Kemmerer y quienes lo apoyaban, en toda ocasión, enfatizaban que el éxito del plan de estabilización requería la implementación conjunta de todos estos componentes, así como un gran compromiso por parte de los responsables de su implementación.

CREACIÓN DEL BCRP

El Decreto Ley 7126 (18 de abril de 1931) declaró, como primer considerando, que “la estabilidad monetaria es base del bienestar del país”; y estableció que la unidad monetaria del país era el sol de oro sin acuñar (patrón de oro). En la misma fecha, el Decreto Ley 7137 creó el BCRP, “que ha de servir de fundamento para el mantenimiento de la estabilidad monetaria y el desenvolvimiento de la vida económica del país”. El mandato del BCRP se centraba en mantener el circulante debidamente respaldado en la forma establecida por el nuevo régimen monetario. Los artículos 61 al 63 explican el mecanismo de la convertibilidad, destinado a mantener el valor de los billetes en su paridad legal de oro. Para este fin, los billetes del BCRP debían ser redimidos a la vista como barras y monedas de oro según la equivalencia establecida en la Ley Monetaria, o como giros a la vista contra fondos del BCRP en Nueva York y Londres.

Asimismo, el BCRP debía “estar siempre listo para hacer frente a las necesidades y emergencias momentáneas de sus bancos asociados, especialmente redescotándoles documentos de crédito líquidos y saneados de sus clientes y concediéndoles préstamos directos líquidos suficientemente garantizados por documentos de crédito elegibles”. Es decir, estas operaciones, destinadas a asegurar la fluidez de los negocios bancarios, debían ser de corto plazo y estar debidamente garantizadas por activos líquidos, para que el BCRP pudiera “conservar su activo en condiciones insospechables de solvencia y liquidabilidad y hacer frente en todo momento a la demanda de redención de sus billetes por oro o giros oro”.

Para contrapesar el predominio de los banqueros en el directorio, se incluyó la participación de representantes de los grupos económicos más importantes del país: la Sociedad Nacional Agraria, las cámaras de comercio del Perú y la Sociedad Nacional de Industrias. Al mismo tiempo, la exposición de motivos recalca que las decisiones del BCRP debían tener un sentido estrictamente institucional: “Cada miembro del Directorio siempre debería mirar los problemas del Banco y dar su voto en ellos únicamente desde el punto de vista del bienestar del país entero, y no de cualquier interés especial comercial, profesional o

político". El gobierno declaró instaurado al BCRP el 3 de setiembre de 1931, con Manuel Augusto Olaechea como presidente y Pedro Beltrán como vicepresidente.

En sus indagaciones con responsables de política y actores económicos y financieros, la misión Kemmerer había percibido que el mayor riesgo para un banco central era su exposición a las presiones políticas; es decir, su uso para obtener financiamiento, en vez de aumentar la recaudación o controlar el gasto, con el consiguiente peligro de crear presiones inflacionarias, agotar las reservas de oro y hacer insostenible el patrón de oro. En respuesta a esta preocupación, el artículo 50 acotaba los préstamos del BCRP al gobierno a operaciones de corto plazo con garantía líquida, para defenderlo contra "uno de los mayores peligros que amenazan un banco central recién organizado", es decir, "el peligro de la explotación política o gubernativa".

LA INCONVERTIBILIDAD

Como se mencionó, las circunstancias del momento fueron muy desfavorables a las propuestas de Kemmerer. Con la suspensión del pago del Empréstito Nacional Peruano prácticamente se perdió la opción de obtener un crédito de emergencia de Nueva York (una de las principales motivaciones para buscar el aval de una misión de expertos), lo cual diluyó el interés en el resto de las propuestas de la misión. Asimismo, ante el deterioro de los precios internacionales del algodón y el azúcar, se creó el Banco Agrícola del Perú (16 de agosto de 1931) a costa de una merma del capital del BCRP. En el escenario internacional, el Reino Unido abandonó el patrón de oro (21 de setiembre de 1931), lo cual contribuyó a incrementar el nerviosismo de los mercados mundiales.

Desde la segunda mitad de 1931, las perturbaciones causadas por la crisis estuvieron acompañadas por un fuerte ruido político. La contienda electoral entre Sánchez Cerro y el candidato del APRA, Víctor Raúl Haya de la Torre, "reflejo de la polarización política producida por la crisis económica, fue una de las más amargas del siglo" (Klarén 2004). El rechazo a la victoria de Sánchez Cerro en las elecciones del 11 de octubre y los enfrentamientos en la Asamblea Constituyente (también elegida en esa fecha) abrieron el camino a una violenta confrontación entre el gobierno y el APRA. Los militantes de ese partido organizaron una campaña de resistencia en diversas ciudades del país, que entre 1932 y 1935 escaló hacia una virtual guerra civil. En este contexto, solo fue posible mantener la convertibilidad durante 13 meses, desde abril de 1931 hasta mayo de 1932.

A comienzos de 1932, en medio de este conjunto de condiciones económicas, financieras y políticas, la aceleración alarmante de la demanda de giros contra las tenencias de oro del BCRP reflejó un aumento abrupto de la desconfianza en la subsistencia del régimen monetario. Por ello, el BCRP se preocupó de

prevenir al gobierno sobre la necesidad de sanear las finanzas públicas para reforzar la credibilidad en el patrón de oro. Sin embargo, las rigideces del gasto público y la volatilidad del momento político restringían la capacidad y la voluntad del gobierno de intentar un equilibrio fiscal. Las advertencias del BCRP "fueron estériles; no contuvieron la desconfianza ya dominante sobre nuestro signo de cambio. Por el contrario, la continua demanda de divisas seguía reduciendo fuertemente las reservas áureas del Banco, produciendo a la vez gran contracción del circulante" (BCRP, Memoria 1932).

Ante el drenaje incontenible de reservas, que afectó principalmente el oro mantenido en custodia en bancos de Nueva York, el directorio del BCRP finalmente acordó solicitar a la Asamblea Constituyente la suspensión de la convertibilidad. Así, la Ley 7526 (18 de mayo de 1932) suspendió la obligación del BCRP de redimir billetes por oro o giros pagaderos en oro, según establecía la Ley Orgánica del BCRP. Aunque la norma dejaba abierta la posibilidad de restablecer la convertibilidad, en realidad marcó el fin del patrón de oro en el Perú y el establecimiento definitivo del régimen de moneda fiduciaria. Entre enero y mayo de 1932, como saldo de la experiencia del patrón de oro, las reservas de este metal cayeron en una tercera parte.

Es posible identificar los siguientes elementos para explicar la caída del patrón de oro:

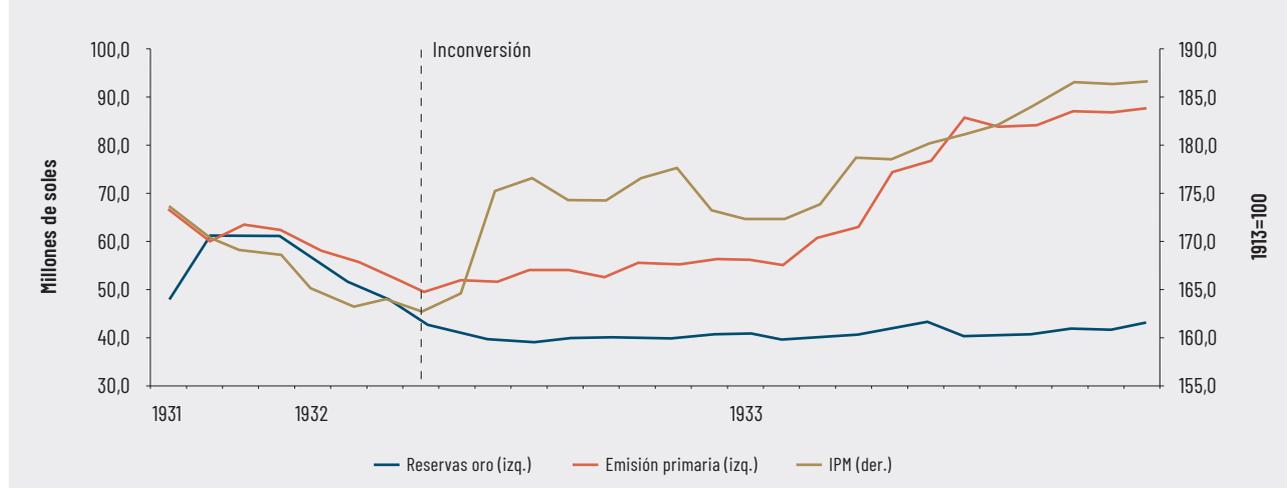
1. El patrón de oro, que implicaba una estricta disciplina monetaria, así como la ausencia de un "pres-tamista de última instancia" para dar flexibilidad al circulante, había sido implantado en el momento



La iniciativa de invitar a la misión Kemmerer fue liderada por el Banco de Reserva del Perú (BRP) que, **en principio, también apoyaba la propuesta del patrón de oro, dentro de un marco macroeconómico que lo hiciera viable, como fórmula para detener la progresiva depreciación de la moneda nacional.**



GRÁFICO 1 ■ Reservas oro, emisión primaria (saldos mensuales), IPM (1931-1933)



FUENTE: MEMORIAS BCRP.

más grave de la Gran Depresión. En estas circunstancias, gradualmente surgieron resistencias a la política crediticia del BCRP y del sistema bancario, gobernada por el “modelo apolítico, restrictivo y automático” del patrón de oro. Asimismo, el BCRP señalaba, luego de la suspensión del régimen: “La conciencia pública se hallaba aún imbuida de ideas y anhelos muy liberales en materia de política bancaria. [...] Se abogaba por el estímulo a la expansión de los consumos por medio de una amplia emisión del medio circulante”.

- Las condiciones iniciales, en lo referido a los fundamentos macroeconómicos necesarios para el funcionamiento del régimen monetario, no estaban dadas. La sostenibilidad del patrón de oro dependía crucialmente de la existencia de fundamentos sólidos para no crear presiones sobre el valor de la moneda. En esta línea, la misión acompañó sus estudios monetarios y bancarios con otros sobre tributación, el Tesoro y el presupuesto, y siempre destacó que el éxito del nuevo régimen monetario requería la adopción coordinada de todos los proyectos de ley. Al respecto, el BCRP destacó que la “falla inicial” en la implementación del patrón de oro fue “implantar este nuevo régimen sin el apoyo que para su completa estabilidad hubiera significado la adopción de los proyectos hacendarios”.
- La cargada atmósfera política continuó empeorando después de la aprobación del patrón de oro y la creación del BCRP en abril de 1931. Así, hacia comienzos de 1932 —luego de una acerba campaña electoral y en medio del descontento social causado por los estragos de la crisis—, la polarización política aumentó radicalmente. Esta situación contribuyó a deteriorar la confianza en el régimen monetario y a acelerar la migración del oro. Usando terminología actual, el Perú había adquirido el tipo

de riesgo-país generalmente asociado con episodios de salida súbita de capitales.

Como se observa en el Gráfico 1, entre los efectos inmediatos de la inconversión, la deflación se atenuó al terminar el descenso del medio circulante en paralelo con la caída de las reservas de oro.

El BCRP dejó flotar el tipo de cambio y, después de permanecer fijo en S/. 3,60 por dólar bajo el patrón de oro hasta mayo de 1932, se elevó abruptamente hasta llegar a S/. 6,25 en abril de 1933, para luego descender y estabilizarse entre S/. 4,00 y S/. 4,50 por dólar hacia 1934 (Gráfico 2). Asimismo, la devaluación afectó el valor de los bienes importados (productos alimenticios e



La iniciativa de invitar a la misión Kemmerer fue liderada por el Banco de Reserva del Perú (BRP) que, **en principio, también apoyaba la propuesta del patrón de oro, dentro de un marco macroeconómico que lo hiciera viable, como fórmula para detener la progresiva depreciación de la moneda nacional.**



GRÁFICO 2 ■ Tipo de cambio (1932-1934)
(Promedio mensual)



FUENTE: MEMORIAS BCRP.

insumos industriales), lo cual se tradujo sobre todo en un alza del índice de precios al por mayor (IPM).

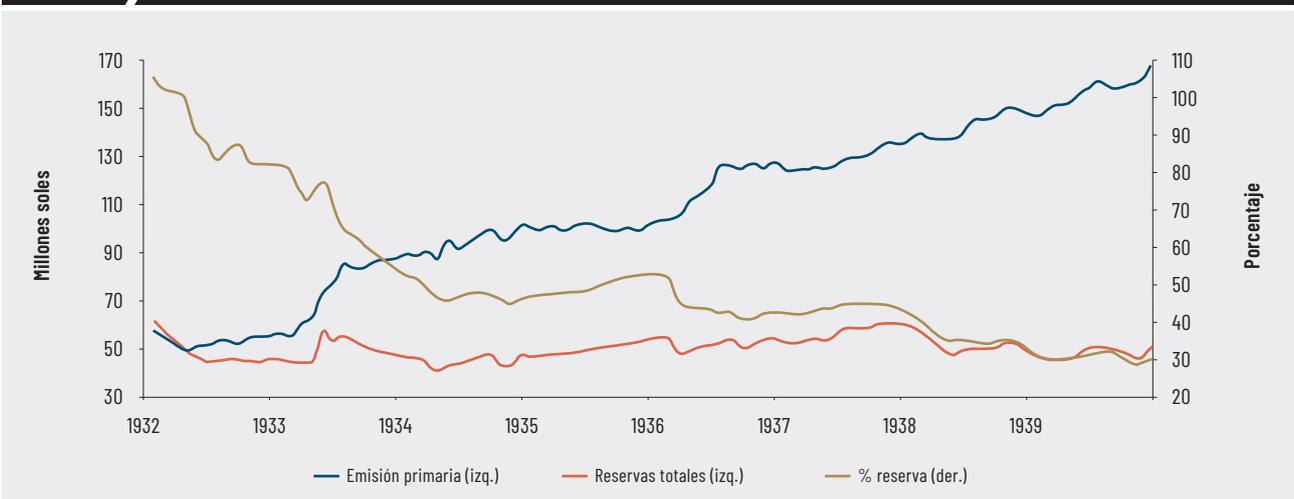
EL BCRP Y EL SECTOR PÚBLICO

Especialmente, luego de la suspensión de la convertibilidad, la emisión primaria creció de manera sostenida sin guardar relación con las reservas totales, en un sistema que, *de facto*, era de moneda fiduciaria. En consecuencia, como se observa en el Gráfico 3, el porcentaje de reservas cayó continuamente hasta menos de 30% hacia el final de la década; es decir, muy por debajo de los niveles prudenciales recomendados por Kemmerer. Ello obedeció a la presión cada vez mayor del gobierno sobre el BCRP para obtener financiamiento. Dichas operaciones directas e indirectas de crédito siguieron aumentando hasta llegar a explicar un porcentaje considerable de la emisión. El comportamiento errático de la inflación y su repunte

al final de la década reflejan que el objetivo de la estabilidad monetaria cedió paso a otros propósitos más ligados a los intereses del gobierno.

Luego de la suspensión de la convertibilidad, la Ley Orgánica comenzó a ser modificada para ampliar las posibilidades de obtener apoyo financiero del BCRP. Asimismo, el sucesor de Sánchez Cerro, el general Óscar R. Benavides, aumentó el gasto en defensa recurriendo al BCRP. Los préstamos directos al gobierno prácticamente se multiplicaron por cuatro entre 1933 y 1939. En especial, en 1938 y 1939 representaron alrededor 60% de la emisión primaria, en comparación con aproximadamente 33% en promedio en el periodo 1933-1937. Si se considera, además, el financiamiento indirecto al gobierno, a través de las frecuentes operaciones de redescuento, la asistencia financiera del BCRP al gobierno superó el 70% de la emisión primaria en 1938 y 1939 (Cuadro 1).

GRÁFICO 3 ■ Emisión primaria, reservas totales (saldos mensuales), porcentaje de reserva



FUENTE: MEMORIAS BCRP.

CUADRO 1 ■ Colocaciones BCRP (gobierno), emisión primaria, inflación
(Fin de período, 1932-1939)

	Millones S/			%				
	Redescuentos bancos accionistas (Giro tesoro) (a)	Préstamos y descuentos al gobierno (b)	Emisión primaria (c)	(a)/(c)	(b)/(c)	(a)+(b)/(c)	Var.% costo de vida (12 meses)	Var.% precios por mayor (12 meses)
1932	6,0	2,0	55,9	10,7	3,6	14,3	-2,3	2,7
1933	13,6	27,2	87,7	15,6	31,0	46,5	-1,1	7,8
1934	25,6	33,6	102,0	25,1	32,9	58,0	1,4	-0,7
1935	23,8	32,9	101,7	23,4	32,3	55,7	3,6	2,2
1936	36,8	45,4	128,0	28,7	35,5	64,2	4,2	1,2
1937	37,9	45,4	134,8	28,1	33,7	61,8	7,3	5,7
1938	21,9	85,1	148,4	14,7	57,3	72,0	-3,6	2,0
1939	22,0	104,9	168,1	13,1	62,4	75,5	4,8	14,8

FUENTE: MEMORIAS BCRP.

COMENTARIOS FINALES

Durante la década de 1930, el discurso público del BCRP abogó por un marco macroeconómico sólido como fundamento para el buen funcionamiento de la política monetaria y defendió la eficiencia de los mecanismos de mercado. Especialmente, destacó los beneficios del libre comercio; criticó las medidas proteccionistas; se opuso a los controles de capital; y resistió toda propuesta de inducir devaluaciones competitivas.

Al mismo tiempo, dentro del sistema fiduciario que rigió *de facto* después de la suspensión del patrón de oro, no se dieron las condiciones para fijar institucionalmente la estabilidad de precios como meta de la política monetaria. Particularmente, el gobierno presionó al BCRP para proporcionarle apoyo financiero más allá de la disciplina que indicaba la Ley Orgánica. Como resultado, los indicadores de precios muestran

un desempeño inflacionario irregular; y las crecientes presiones alcistas, registradas hacia 1939, fueron un anuncio de las elevadas tasas de inflación que caracterizarían a la década siguiente.

Finalmente, es justo destacar que, si bien las recomendaciones de la misión Kemmerer no pudieron ser llevadas a la práctica, su gran aporte fue plantear, por primera vez en el Perú, el objetivo de la estabilidad monetaria de una manera integral, es decir, como parte de un marco macroeconómico e institucional sólido (cuyo elemento esencial era una buena coordinación fiscal-monetaria), con énfasis en la importancia de la autonomía del BCRP. Las recomendaciones de Kemmerer fueron desoídas en las décadas sucesivas, con resultados sumamente negativos; y fue solo desde la década de 1990 que finalmente se reconocieron dichos principios constitucionalmente como pilares de la estabilidad monetaria.

REFERENCIAS:

- **Banco de Reserva del Perú (BRP).** Memorias 1929-1930.
- **Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).** Memorias 1931-1939.
- **Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (1999).** *El Banco Central: Su Historia y la Economía del Perú.*
- **Banco Central de Reserva del Perú (2000).** *La misión Kemmerer en el Perú: Informes y Propuestas.*
- **Bardella, G. (1989).** *Un siglo en la vida económica del Perú, 1889-1989.* Banco de Crédito del Perú.
- **Basadre, J. (2005).** *Historia de la República del Perú (1822-1933)*, tomo 15. El Comercio.
- **Barreto, E. y Moll, B. (1942).** "El sistema monetario del Perú". *Revista de Economía y Estadística, Primera Época*, 4(3).
- **Contreras, C. y Zuloaga, M. (2014).** *Historia Mínima del Perú.* Turner Publicaciones.
- **Drake, P. (1989).** *The Money Doctor in the Andes: The Kemmerer Missions, 1923-1933.* Duke University Press.
- **Guevara, G. (1999).** Política Monetaria del Banco Central: Una Perspectiva Histórica. En: *Estudios Económicos*, Volumen 5. Banco Central de Reserva del Perú.
- **Klarén, P. (2004).** *Nación y Sociedad en la Historia del Perú.* Lima: IEP, 2004.
- **Salinas, A. (2020).** Las Finanzas Públicas entre 1821 y 1930. En: *Compendio de Historia Económica del Perú*, Tomo 4. Banco Central de Reserva del Perú, Instituto de Estudios Peruanos.
- **Senado de los Estados Unidos.** *Hearings before the Committee on Finance.* U.S. Government Printing Office, 1931-1932.
- **Zegarra, L. (2014).** Perú, 1920-1980. Contexto internacional, Políticas Públicas y Crecimiento Económico. En: *Compendio de Historia Económica del Perú*, Tomo 5. Banco Central de Reserva del Perú, Instituto de Estudios Peruanos.

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

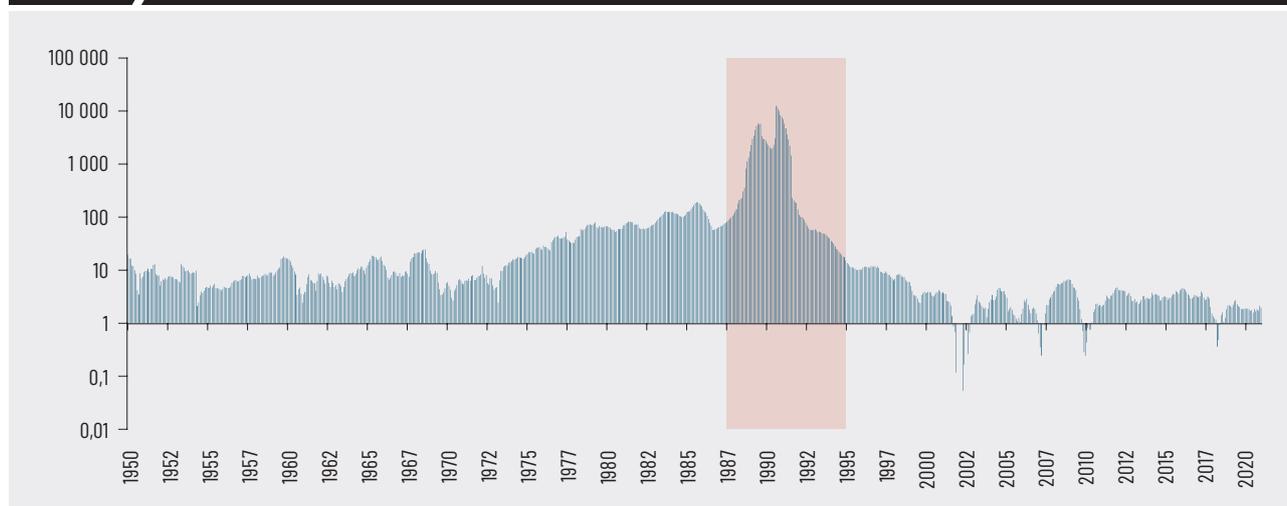
6. Política monetaria

- 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.

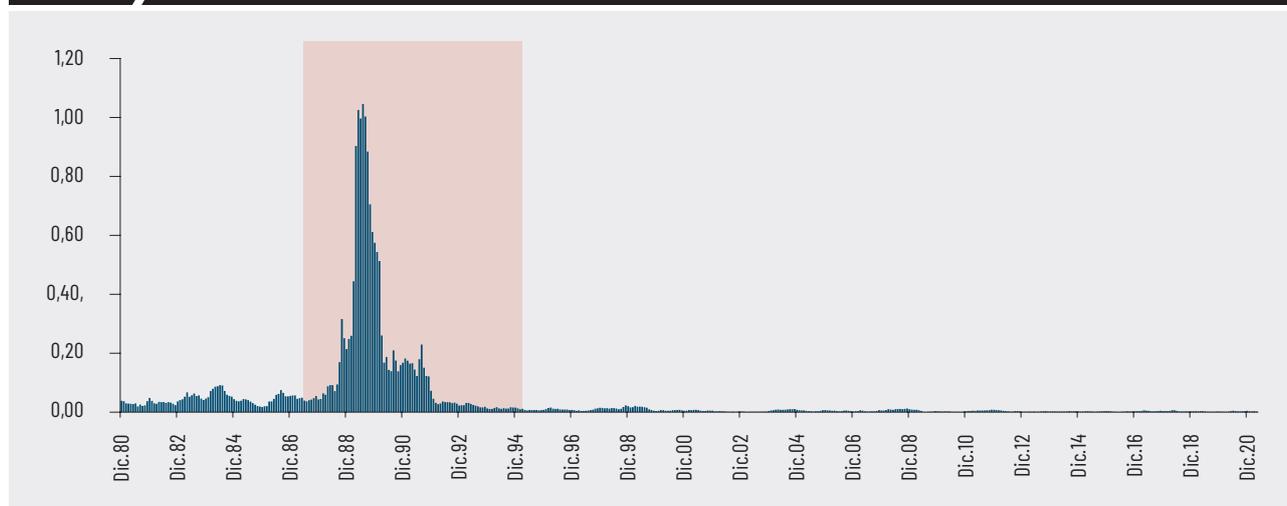
LA INSTAURACIÓN DE LA DISCIPLINA FISCAL

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

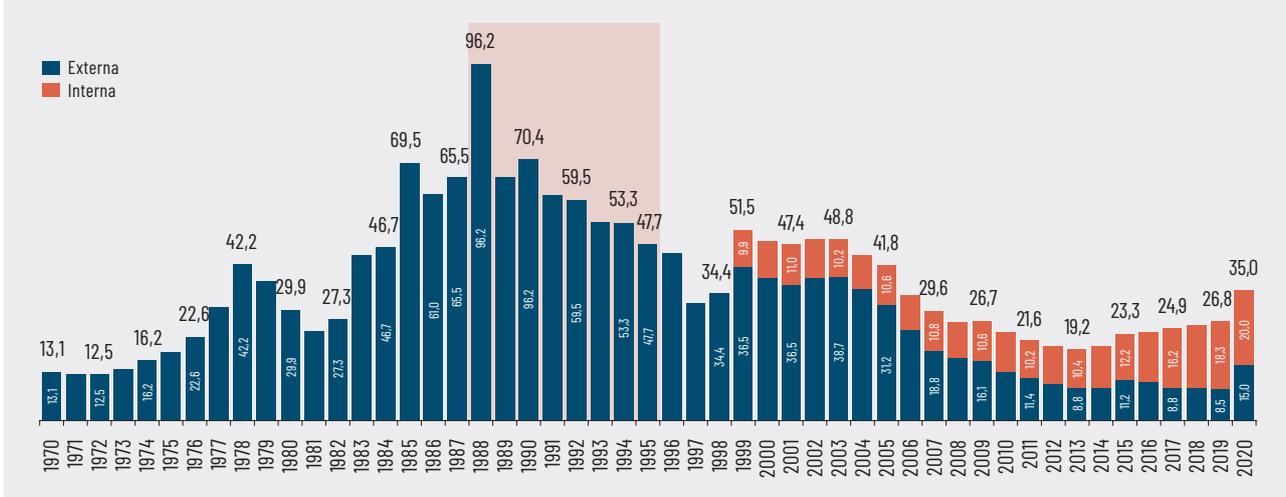
GRÁFICO 2 ■ Perú: Variabilidad de los precios relativos 1980-2021



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

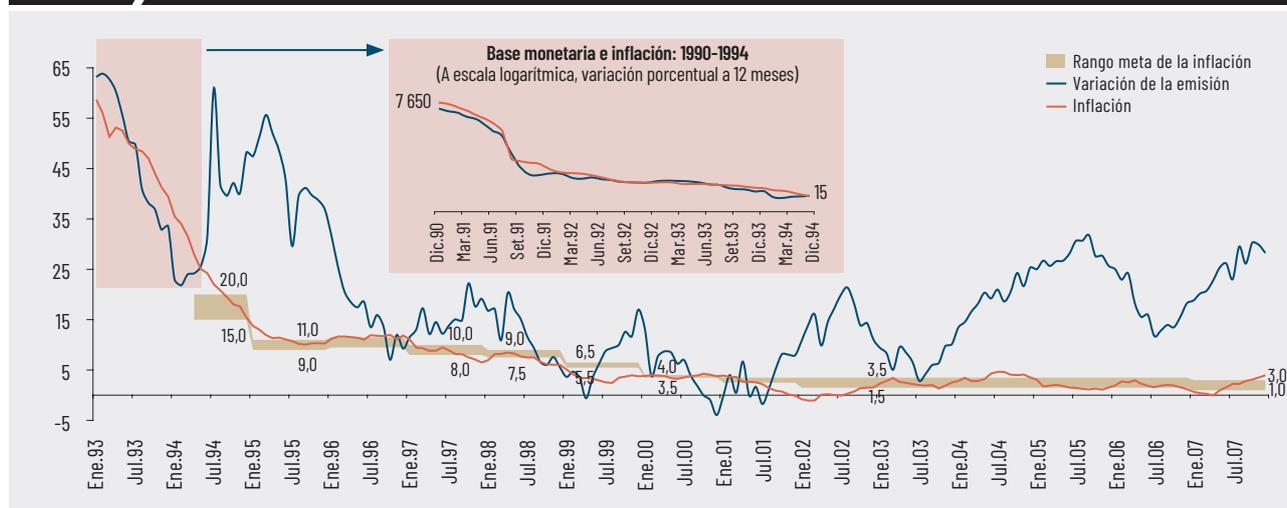
En el periodo 1990-1995 la política monetaria se modificó totalmente. El esquema previo era de financiamiento monetario del déficit fiscal y financiamiento inflacionario a la banca estatal de fomento, con un sistema de tipos de cambio múltiples, que desembocó en un proceso de hiperinflación. De este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

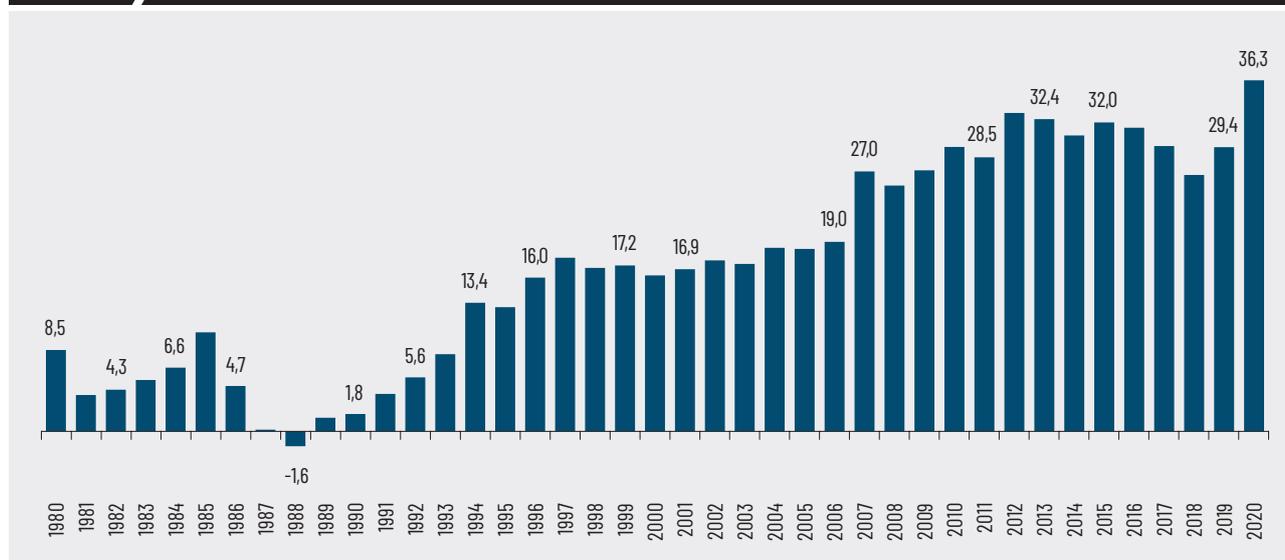
Una de las características de la política monetaria del BCRP es su flexibilidad y adaptabilidad, que se ha puesto de manifiesto en la evolución de su meta intermedia y operativa. En el contexto del programa de estabilización, la meta intermedia pasó de la tasa de crecimiento de los saldos de la emisión 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

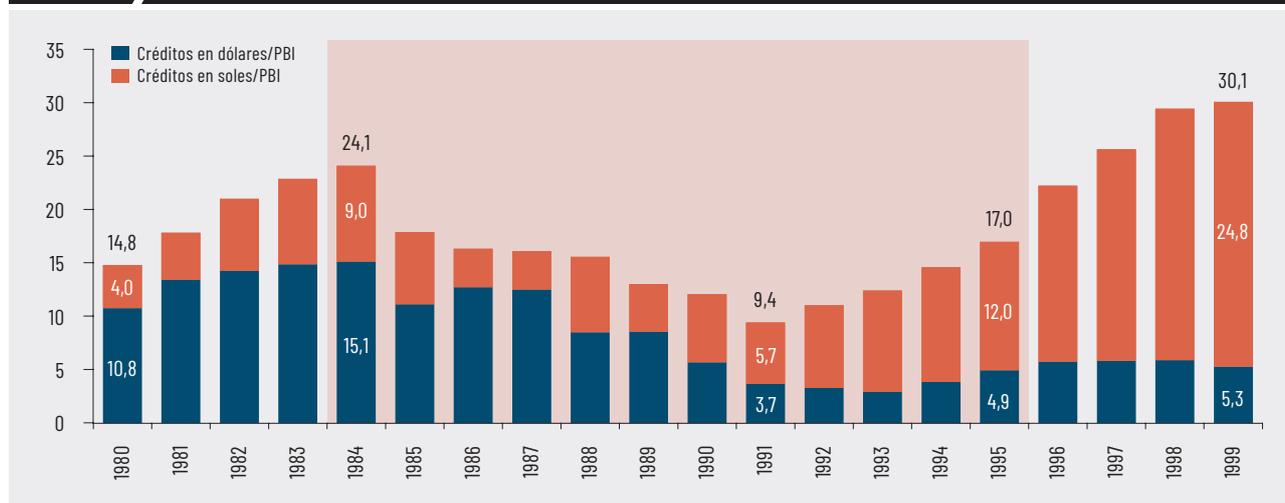
Gobierno, y se autorizó la apertura de cuentas en el exterior. El Programa de Estabilización empezó a generar confianza con la liberación de los mercados, y junto con ello, el sistema financiero empezó a recibir grandes flujos de dólares provenientes de *stocks* mantenidos fuera del sistema, así como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

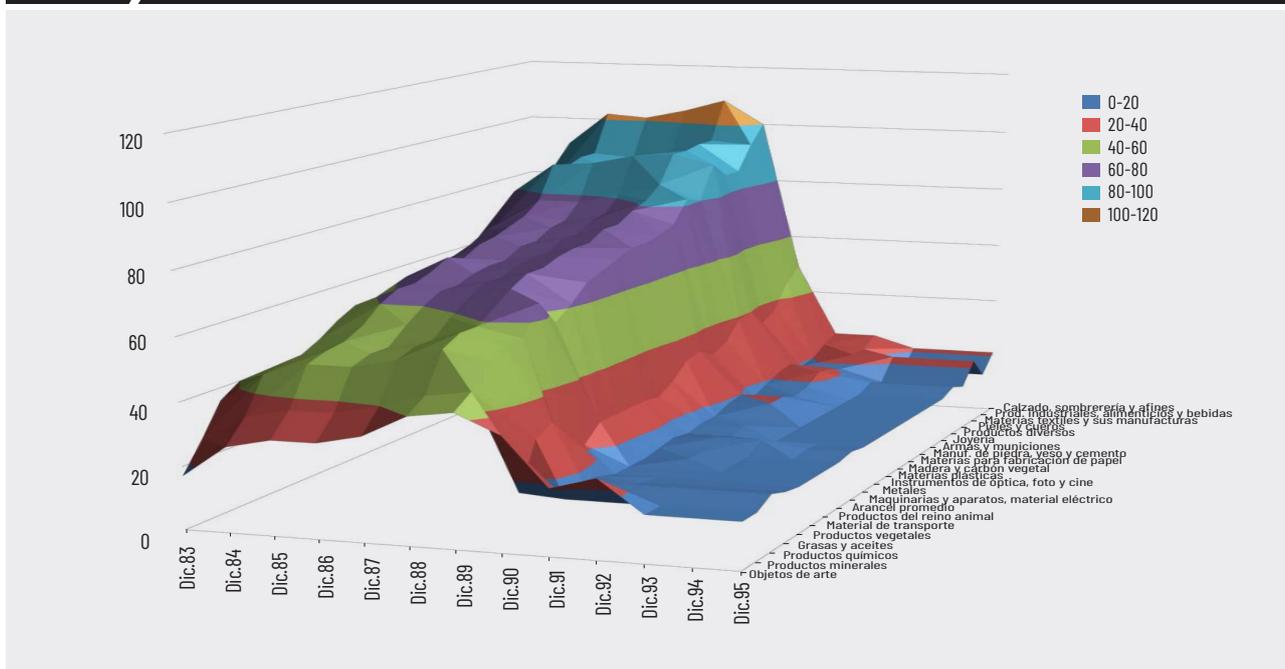
taria independiente, establecido por la Ley Orgánica del Banco Central fue reforzado por la Constitución peruana (1993), que señala que el Banco tiene autonomía, según su Ley Orgánica, y su finalidad es garantizar la estabilidad monetaria; asimismo incorpora la prohibición de que el Banco Central financie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



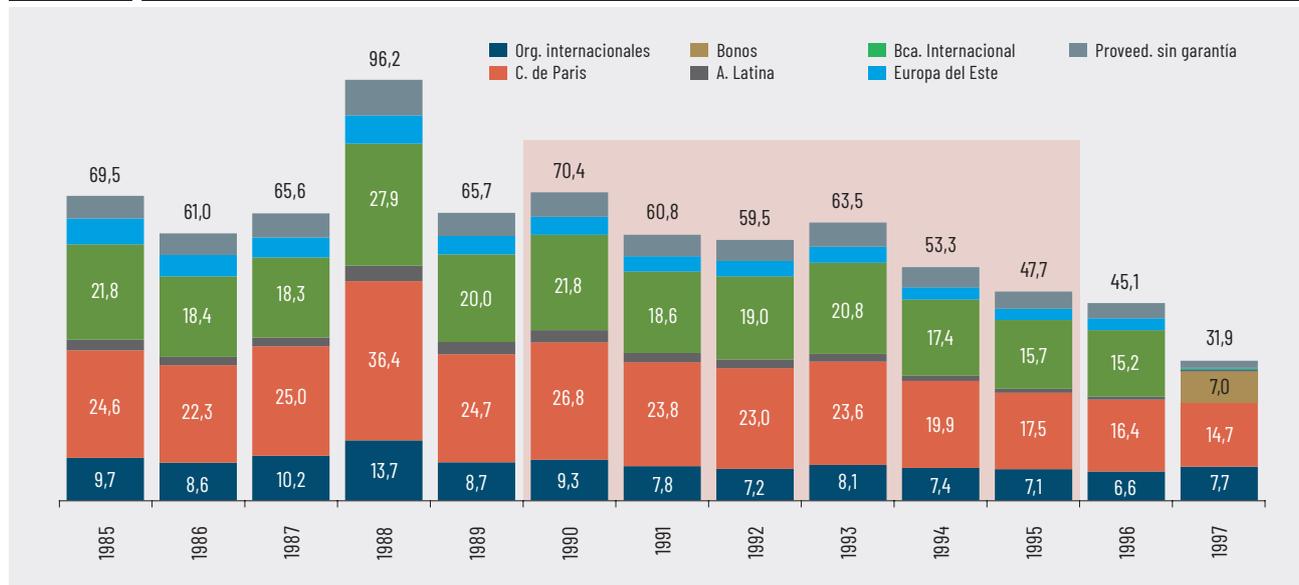
diados previos a la exportación (FENT), así como también el otorgamiento de subsidios para exportaciones no tradicionales (CERTEX) a nuevas operaciones.

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.

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.

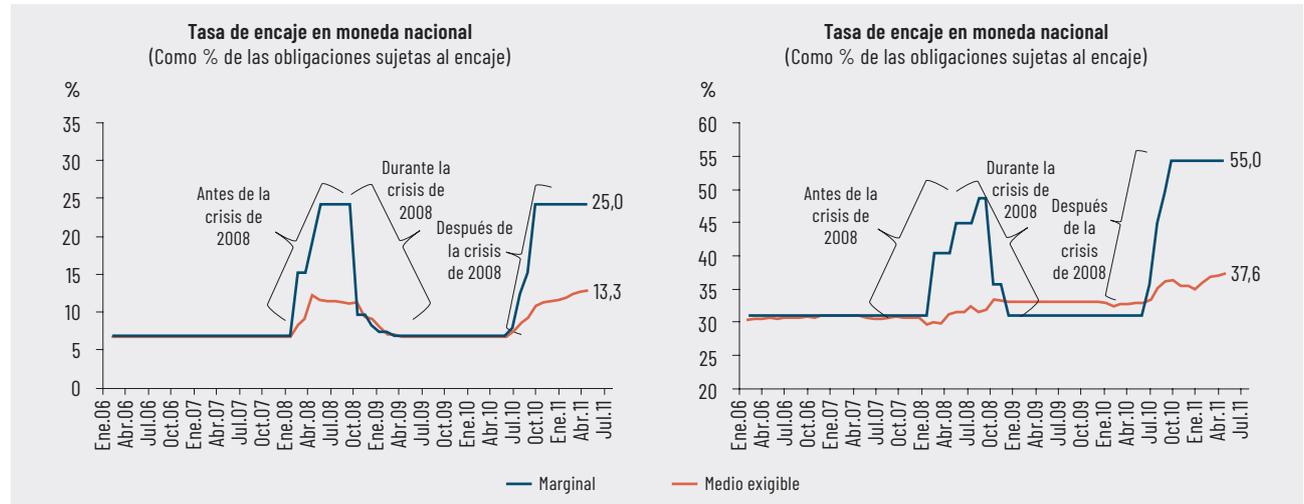
Adicional a dichos instrumentos, el BCRP realizó intervenciones en el mercado cambiario *spot* a través de compras netas en la mesa de negociación, con el objetivo de reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio. Entre 2005 y agosto de 2008 las reservas internacionales netas se incrementaron de 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-

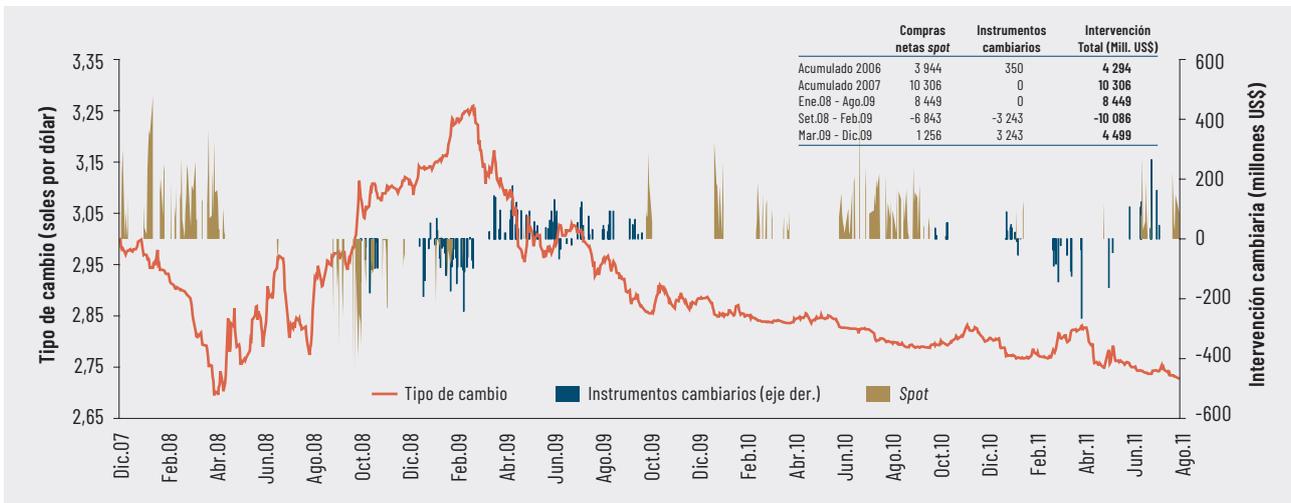
GRÁFICO 2 ■ Reducción del encaje como respuesta a la crisis



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.

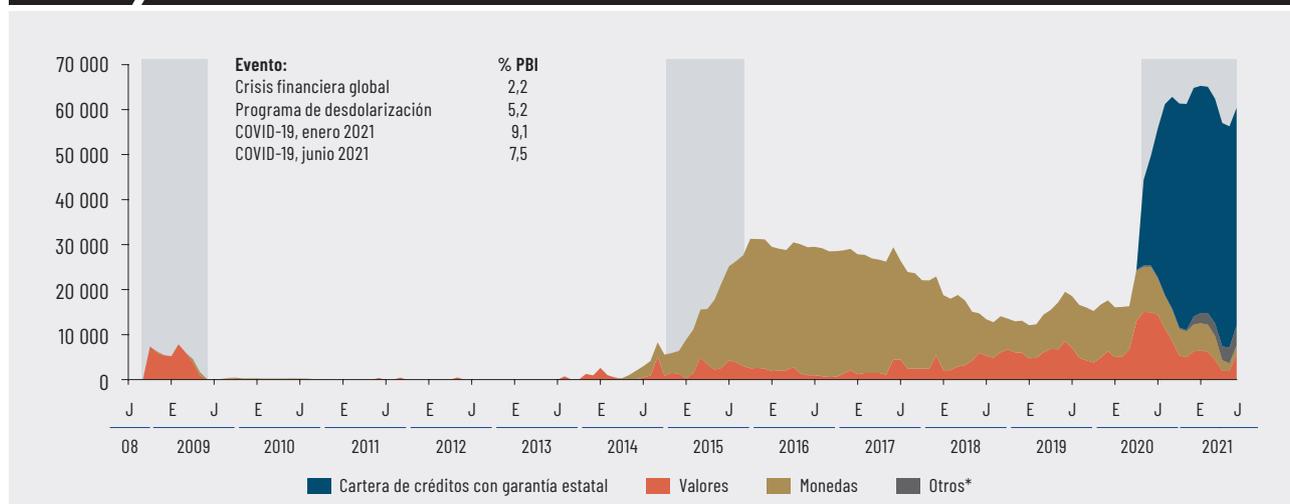
1) El programa Reactiva Perú

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.

T ransición del control de agregados monetarios al esquema de METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN

ADRIÁN ARMAS* Y ROCÍO GONDO**

El Banco Central de Reserva sigue el esquema de metas explícitas de inflación para cumplir con su mandato constitucional de preservar la estabilidad monetaria. Este esquema adoptado desde inicios del nuevo milenio en el Perú ha permitido alcanzar la tasa de inflación más baja en la región, solarizar la economía y fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Los autores detallan la transición hacia este esquema, así como las decisiones que terminaron de construir el sistema que en la actualidad conocemos. Por otro lado, destacan el rol que tiene la comunicación de las decisiones del ente emisor en la estabilidad monetaria.



* Gerente central de Estudios Económicos del BCRP
adrian.armas@bcrp.gob.pe



** Subgerenta de Análisis Macroeconómico del BCRP
rocio.gondo@bcrp.gob.pe

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) fue el primer banco central de una economía con alto grado de dolarización financiera en adoptar un régimen de metas explícitas de inflación, en enero de 2002, que ha demostrado ser una fórmula exitosa para la estabilidad económica y financiera. Bajo este esquema —que se encuentra vigente en el país—, la política monetaria ha respondido de manera anticíclica a choques adversos significativos, como la crisis financiera internacional (2008), la caída fuerte de precios de *commodities* en 2013-2016 y la severa crisis por la pandemia del COVID-19 en 2020.

Un esquema de metas explícitas de inflación se caracteriza por el anuncio público de una meta de inflación cuantitativa, la cual se espera alcanzar en un período de tiempo determinado. El objetivo de comunicar una meta de inflación es anclar las expectativas de inflación del público y, de este modo, mejorar la toma de decisiones de fijación de precios y salarios en el mediano plazo. Frente a otros regímenes monetarios, el uso de la meta de inflación para cumplir con el compromiso de estabilidad de precios proporciona una meta clara y, a su vez, la flexibilidad para que la política monetaria responda en el corto plazo¹.

La efectividad de este esquema de política monetaria requiere de un mercado monetario desarrollado, que permita que la tasa de interés funcione como meta operativa, así como de expectativas de inflación ancladas para que estas últimas anden como meta intermedia. Asimismo, el tipo de cambio y las reservas internacionales actúan como mecanismos de absorción de choques.

Durante la transición a partir del esquema previo de control de agregados monetarios, se comenzaron a dar ciertos pasos para ir fortaleciendo los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabili-

dad financiera. Así, la elección de la meta operativa fue evolucionando, primero con el uso de agregados monetarios (la emisión primaria y la cuenta corriente de los bancos); luego, el uso de un corredor de tasas de interés como guía para el mercado interbancario en soles; y finalmente la tasa de referencia puntual a partir de setiembre de 2003 a la fecha.

ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN EN EL MUNDO Y EN EL CONTEXTO PERUANO

El esquema de metas de inflación nace a inicios de la década de los noventa en países avanzados y, posteriormente, fue adoptado con éxito por un gran número de países desarrollados y emergentes. En el caso de los países avanzados, la adopción del esquema consideraba una serie de prerequisites sobre la estructura macroeconómica y financiera, tales como la independencia institucional del banco central, infraestructura técnica y un sistema financiero con mercados desarrollados y profundos. Ello permitía garantizar el buen funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Batini y Laxton (2007)² mencionan que la mayoría de los países emergentes no cumplían con los requisitos antes de su adopción, pero la efectividad del esquema de metas de inflación se dio gracias a la rápida y significativa mejora posterior en dichos indicadores. En el caso del Perú, si bien se había conseguido reducir la inflación, la economía tenía un alto grado de dolarización financiera y un bajo desarrollo del sistema financiero.

En un contexto de inflación baja alcanzado a finales de la década de los noventa, la inestabilidad de la demanda por dinero hizo que el esquema de agregados monetarios sea menos efectivo, por lo que era necesario hacer la transición hacia un esquema de tasas

CUADRO 1 ■ Términos utilizados por tipo de incertidumbre

	Ancla cambiaria	Ancla monetaria	Meta de inflación
Meta final	Estabilidad del valor de la moneda	Estabilidad de precios	Estabilidad de precios
Meta intermedia	Tipo de cambio	Oferta monetaria	Proyección de inflación
Meta operativa	Tipo de cambio	Agregado estrecho o tasa de interés de corto plazo	Tasa de interés
Absorción de choques	Reservas internacionales Tasa de interés	Tipo de cambio Tasa de interés Reservas internacionales	Tipo de cambio Reservas internacionales

FUENTE: BCRP.

1 Para un análisis sobre los costos y beneficios del esquema de metas explícitas de inflación con respecto a otros regímenes monetarios, ver Mishkin y Posen (1997). *Inflation Targeting: Lessons from Four Countries*. *Economic Policy Review*, 3(3), 9-110, y Bernanke et al. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press.

2 Batini, N. y Laxton, D. (2007). *Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets*. Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series.

de interés. Por otro lado, se requería mejorar la comunicación de los mecanismos de transmisión de la política monetaria al público, especialmente en un entorno con un cambio en la meta operativa y mecanismos de transmisión diferentes (y considerando el alto grado de dolarización financiera). Para ello, fue importante la publicación de nuevos documentos, tales como el comunicado del Programa Monetario y el *Reporte de Inflación*³.

La elevada dolarización financiera era un reto, puesto que los mecanismos de transmisión de la política monetaria solo afectaban directamente a la reducida proporción intermediada en moneda local. Así, ante un eventual choque externo negativo, se restringía la capacidad contracíclica de la política monetaria por el riesgo de salida de capitales y depreciación del tipo de cambio. Ante esto, el BCRP debía inyectar liquidez en moneda extranjera y flexibilizar su posición de política monetaria. Esto, a su vez, estuvo limitado por la carencia de un elevado nivel de reservas internacionales previo a la adopción del régimen de metas de inflación.

El inicio de este esquema en el Perú ocurrió en un entorno de tasa de inflación negativa y de débil demanda interna, por lo que la inflación estaba lejos del rango de tolerancia (1,5 a 3,5%). Por ello, se adoptó una posición monetaria expansiva, con una reducción de la tasa de interés promedio del mercado interbancario en soles de 8,7% a 3,2% entre 2001 y 2002. En los dos años siguientes, la tasa de interés del mercado interbancario se mantuvo baja y estable, y la tasa de

inflación se ubicó en el rango de la meta inflacionaria. Por su parte, se registró una significativa mejora de los indicadores macroeconómicos y financieros, gracias al sólido compromiso con el cumplimiento de la meta de inflación, la mayor credibilidad y el mejor anclaje de expectativas de los agentes económicos.

ANTECEDENTES

El proceso de adopción del esquema de metas explícitas de inflación es parte de la evolución continua de la política monetaria en el Perú. Por ello, algunas medidas previas sentaron las bases para el esquema formal de metas explícitas de inflación.

En la década de los noventa, la reducción de la inflación en el Perú se realizó mediante el uso de metas basadas en agregados monetarios, con el anuncio de la tasa de crecimiento de la emisión primaria entre 1991 y 2000. Se incorporó algunos elementos del esquema de metas de inflación, tales como anuncios anuales desde 1994 de rangos decrecientes para la meta de inflación de corto plazo, y una mayor comunicación sobre la meta operativa que permitiría lograr este objetivo. Ello contribuyó a converger al rango correspondiente al régimen de metas explícitas de inflación en 2002 (entre 2,5 y 3,5%) y a mejorar el anclaje de las expectativas de los agentes económicos.

Los mercados monetario y cambiario se fueron desarrollando mientras que el Banco Central fue incorporando el uso de nuevos instrumentos. Esto último fue clave para estabilizar la tasa de interés interbancaria, de tal forma que se pueda dar la transición desde el uso de agregados monetarios hacia la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario.

Una vez que se redujo la tasa de inflación y las expectativas fueron anclándose para que la inflación proyectada sirva como la meta intermedia, se hizo necesario contar con modelos adecuados para proyectar la evolución de la inflación futura. Se desarrolló el modelo de proyección trimestral (MPT)⁴, que ha ido evolucionando e incorporando nuevas características de la economía peruana para mejorar su proceso de proyecciones.

EVOLUCIÓN DE LA META OPERATIVA

La mayoría de los bancos centrales con metas de inflación emplean la tasa de interés de corto plazo como meta operativa. Sin embargo, inicialmente la tasa de interés interbancaria en el Perú era altamente volátil. Para realizar la transición hacia una tasa de interés de corto plazo, primero era necesario reducir la volatilidad del mercado interbancario.

A inicios de 1999, se migró del uso de la tasa de emisión primaria como meta operativa al uso de agregados más específicos, tales como la cuenta corriente de los bancos en el BCRP, lo cual fue clave para mejo-

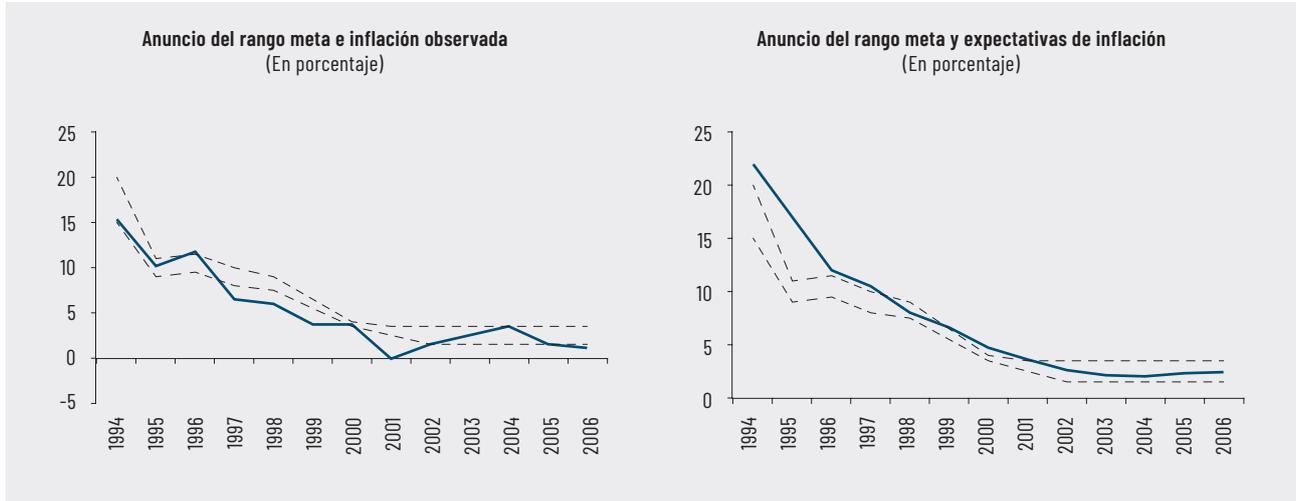
CUADRO 2 ■ **Indicadores macroeconómicos y financieros, antes y después, de la adopción de metas explícitas de inflación en el Perú**

	2001	2007
Sistema financiero		
Liquidez total (%PBI)	23,0	26,2
Dolarización de la liquidez (porcentaje)	67,7	46,5
Capitalización bursatil (% PBI)	20,9	101,4
Emisión de bonos (% PBI)	2,0	3,7
Estructura macroeconómica		
Exportaciones mineras (% exportaciones)	45,7	62,0
RIN (% PBI)	16,9	27,0
Déficit fiscal (% PBI)	-3,0	2,9
Deuda pública (% PBI)	47,4	29,6

FUENTE: BCRP.

3 Para mayor detalle, ver Rossini, R. (2001). Aspectos de la adopción de un régimen de metas de inflación en el Perú. *Revista Estudios Económicos* 7, y Armas, A., y Grippa, F. (2006). Inflation Targeting in a Dollarized Economy: The Peruvian Experience, *Financial Dollarization*, Palgrave Macmillan, London.
 4 Ver Departamento de Modelos Macroeconómicos (2009). *Modelo de Proyección Trimestral del BCRP*, Working Papers 2009-06, y Winkelried, D. (2013). Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y novedades, *Revista Estudios Económicos*, 26, 9-60, para mayor detalle sobre las características del modelo de proyección trimestral.

GRÁFICO 2 ■ Reducción de inflación entre 1994 y 2006



FUENTE: BCRP.

rar el funcionamiento del mercado interbancario y la transición final a la tasa de interés interbancaria⁵. Ello permitió reducir la volatilidad del mercado interbancario, y contribuyó a la formación de las tasas de interés, en distintos puntos de la curva de rendimientos. A su vez, en épocas de turbulencia cambiaria se admitían aumentos de la tasa de interés en soles, para evitar una depreciación brusca del tipo de cambio, ante el alto grado de dolarización financiera.

El BCRP anunciaba, a inicios de cada mes, un rango para el saldo promedio de la cuenta corriente de los bancos, y empleaba las operaciones de mercado abierto para cumplir dicho objetivo. Para mejorar la comunicación con los participantes del mercado, desde 1998, se publica —a inicios de cada día—, el saldo estimado de la cuenta corriente de los bancos en el BCRP, así como las subastas a realizarse durante la jornada diaria.

Con la adopción formal del esquema de metas explícitas de inflación en 2002 se continuó con una meta operativa de cuenta corriente, que se divulgaba a inicios de cada mes. Entre 2002 y 2003, se inició la transición a la tasa de referencia con el anuncio de unas bandas referenciales para la tasa de interés, que contribuía a estabilizar la tasa de interés interbancaria en soles en épocas tranquilas. El límite superior está definido por la tasa de interés de la ventanilla de inyección de liquidez (créditos de regulación monetaria), mientras que el límite inferior está determinado por la tasa de interés de los depósitos *overnight*.

Durante periodos de turbulencia cambiaria, el corredor de tasas de interés permitía desvíos transitorios que ayudaban a sortear depreciaciones bruscas del tipo de cambio que pudieran afectar la actividad económica. Así, durante el periodo de la crisis por la incertidumbre electoral en Brasil, en setiembre de 2002, se registró una tasa de interés interbancaria por encima

del corredor, la única vez que se aplicó esta “cláusula de escape”. El incremento de la tasa interbancaria fue menor que en episodios anteriores de turbulencia cambiaria, elevándose de 2,6 a 5,4% entre el segundo y el tercer trimestre de 2002. Sin embargo, una vez normalizadas las condiciones de los mercados financieros, la tasa interbancaria regresó a 3,8% en diciembre, dentro del corredor de tasas de interés de referencia. Dicha cláusula se eliminó en 2006, cuando la economía presentaba ya una menor vulnerabilidad a depreciaciones bruscas del tipo de cambio, ante una menor dolarización financiera y mayor nivel de reservas internacionales.

En setiembre de 2003 se empezó a utilizar la tasa de referencia del mercado interbancario como su meta operativa. Así, las operaciones monetarias estaban orientadas a lograr que la tasa de interés del mercado interbancario se ubique, lo más cerca posible, a la tasa de referencia de política monetaria.

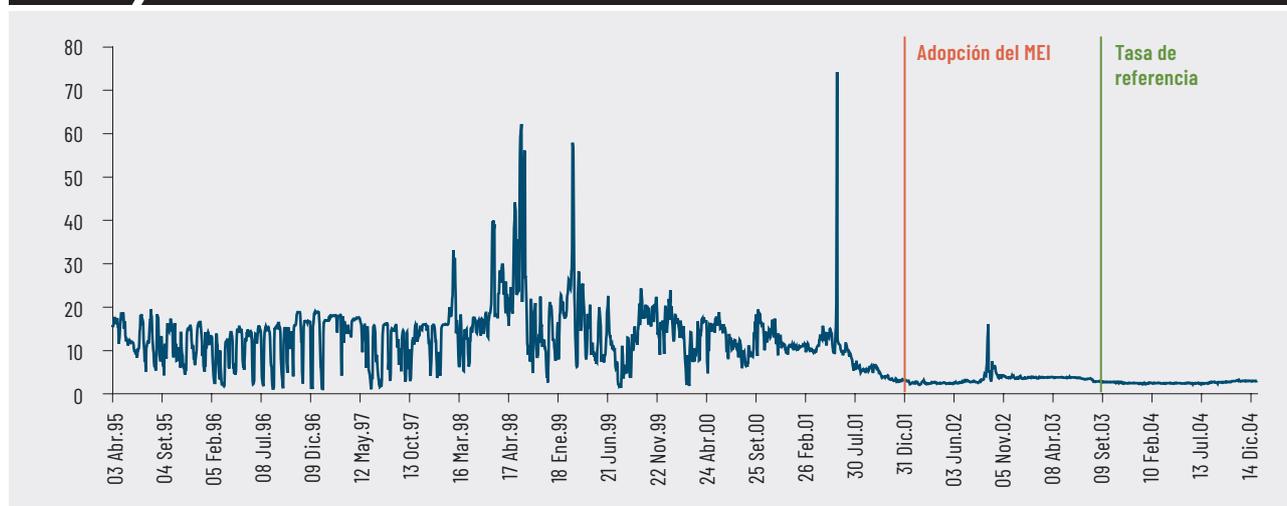
DESARROLLO DE INSTRUMENTOS DE REGULACIÓN MONETARIA

La creación de nuevos instrumentos monetarios también contribuyó al desarrollo del mercado interbancario. Con el aumento de la demanda por liquidez en soles, en 1997 el BCRP estableció un nuevo instrumento de inyección de liquidez a través de operaciones repo al plazo de un día, que utilizaban los CDBCRP como colateral para proveer temporalmente de liquidez al sistema financiero. Asimismo, en 1998 se introdujo un nuevo instrumento a través de las subastas de depósitos del Banco de la Nación, para aquellos bancos que no podían acceder a las operaciones repo debido al bajo saldo de CDBCRP.

Posteriormente, con el desarrollo del mercado de deuda de Gobierno en soles, desde 2002 se amplió el colateral para incluir bonos del tesoro peruano. Estas

⁵ Ver Rossini, R. (2001) y Armas et al. (2001) para mayor detalle y discusión de la adopción de la cuenta corriente como meta operativa.

GRÁFICO 3 ■ Tasas de interés interbancaria en soles (En porcentajes)



FUENTE: BCRP.

operaciones ayudaron a mejorar el control de la liquidez de corto plazo y a reducir la volatilidad de la tasa de interés interbancaria. La adjudicación se realizaba mediante subastas, con el abono realizado el mismo día, y con un costo menor que el de las operaciones de ventanilla.

Por otro lado, el desarrollo de las operaciones repo también favoreció el aumento de la demanda por CDBCRP, debido a su mayor valor como colateral de dichas operaciones. Así, permitió ampliar tanto el monto transado como el plazo promedio de las colocaciones de CDBCRP. La elección de los plazos de estos certificados de depósito estuvo orientada a diversificar los plazos, considerando la estacionalidad de los agregados monetarios y los requerimientos de liquidez del sector público. Así, se buscó que los vencimientos de CDBCRP coincidieran con el periodo de pago de impuestos, de modo que se provea de liquidez al mercado ante la mayor demanda estacional.

Adicionalmente, se tomaron algunas medidas complementarias para estabilizar los saldos de la cuenta corriente. A partir de setiembre de 2000, dentro del requerimiento mínimo de encaje en moneda nacional, el 1% de los depósitos en dicha moneda se debía realizar a través de la cuenta corriente de las empresas bancarias en el BCRP. Esta medida apoyó la reducción de la sustitución entre la caja de los bancos y los depósitos en cuenta corriente.

Para enfrentar los riesgos debido al alto grado de dolarización financiera en el Perú, fue clave el uso de la intervención cambiaria dentro de este esquema, para reducir la volatilidad del mercado cambiario y evitar episodios de inestabilidad financiera, y al mismo tiempo preservar el enfoque del Banco Central donde la estabilidad de precios es su objetivo principal. En esta línea, durante el periodo de turbulencia cambiaria de 2002 se creó el Certificado de Depósitos Reajutable CDRBCRP, para enfrentar episodios transitorios de volatilidad en el mercado *forward*, cuya liquidación se realiza en moneda local.

En setiembre de 2002 se adopta el saldo en bóveda del mes anterior para el cálculo del encaje, como medida para aumentar la predictibilidad de la demanda por fondos de encaje y estabilizar el mercado interbancario. Asimismo, en ese año se complementa el conjunto de instrumentos monetarios con la creación de instrumentos de inyección de liquidez a mayor plazo: repos a plazo de una semana y el uso de una segunda subasta de repos en caso de que existan presiones alcistas sobre la tasa de interés interbancaria.

La proyección de la cuenta corriente de los bancos y el cumplimiento de la meta diaria requirieron de una coordinación entre las operaciones del Banco de la Nación y del BCRP. En la *Memoria 1998* se menciona cómo “las transferencias netas de la banca al Banco de la Nación reflejan en su mayor parte operaciones fiscales como recaudación de impuestos y pagos del sector público”. Esta información era incorporada en la proyección de la cuenta corriente, consistente con el anuncio de la meta operativa. Asimismo, la remuneración de los depósitos del Banco de la Nación dependía del anuncio y no de la ejecución, lo cual generaba incentivos para el envío oportuno de la proyección de las operaciones.

La transición hacia el corredor de tasas de interés, como referencia para las operaciones del mercado interbancario, se inició con la fijación de una tasa de remuneración a los depósitos *overnight* en soles en el año 2000 para establecer el rango inferior del corredor.

COMUNICACIÓN DE LAS ACCIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Para facilitar la transición al nuevo esquema de política monetaria, el BCRP explicó al público las distintas etapas de manejo monetario, así como los mecanismos detrás del vínculo entre el objetivo de inflación y las metas operativas. Por ejemplo, en la memoria del Banco Central de 1998 se detalla el nexo entre los

distintos agregados monetarios, tales como la emisión primaria (utilizada en los noventa como meta operativa) con la cuenta corriente de los bancos en el BCRP. Se describe también cómo las operaciones monetarias diarias sirven como mecanismo de inyección y retiro de liquidez, y enumera los instrumentos vigentes para la inyección de liquidez (compras de dólares en Mesa, repos, subastas de depósitos del Banco de la Nación, compras temporales de dólares y créditos de liquidez) y retiro de liquidez (CDBCRP, ventas de dólares).

En enero de 2000 se inició la difusión del Programa Monetario Anual, que incluía el objetivo, metas y proyecciones que guiarían la política monetaria. El documento establecía el rango numérico del objetivo inflacionario e informaba sobre la ejecución del año previo. Por otro lado, desde febrero de 2001 se anuncian las fechas de las reuniones del directorio y de la difusión del comunicado donde se divulga la decisión de política monetaria. La publicación del dicho texto ha permitido dar mayor predictibilidad al público para esperar cambios en las decisiones de política monetaria, así como una explicación de la racionalidad de estas decisiones.

Uno de los principales cambios en la comunicación es el anuncio explícito de la meta operativa de la cuenta corriente y de las tasas del corredor, así como la importancia del corredor como herramienta para estabilizar la tasa interbancaria y mejorar el mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria a otras tasas de interés de mercado.

A partir de 2002, con la adopción del esquema de metas explícitas de inflación, la meta final es la tasa de inflación, mientras que la meta intermedia es la proyección de inflación del Banco Central. Bajo este esquema, se refuerza la importancia del canal de expectativas, por lo que el cumplimiento de la meta de inflación se basa en el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes al rango de la meta. Por ello, se requiere una continua y clara comunicación del BCRP con respecto a sus decisiones de política monetaria, al igual que la explicación de cómo la institución emisora contribuye a cumplirla.

Los comunicados de prensa de los programas monetarios mensuales son de suma importancia para explicar los determinantes de la inflación, así como para justificar la decisión de política monetaria. Para ello, se hace énfasis no solo en el comportamiento observado de la inflación, sino también en los determinantes de la inflación futura, tales como las expectativas de inflación y la brecha producto. Asimismo, este documento explica los desvíos temporales de la inflación. Esto es especialmente clave en países como el Perú, donde existe un alto componente de alimentos en la canasta de consumo y una incidencia frecuente de choques de oferta.

En junio de 2002 se inició la publicación del *Reporte de Inflación*, que presenta las proyecciones macroeconómicas y la racionalidad de las medidas de política monetaria, así como una guía para las acciones futuras



Los comunicados de prensa de los programas monetarios mensuales son de suma importancia para explicar los determinantes de la inflación, así como para justificar la decisión de política monetaria.



del BCRP. Hasta el año 2008, se publicó este documento en enero, mayo y setiembre; posteriormente pasó a ser una publicación trimestral, igual que la frecuencia de publicación de otros bancos centrales con un similar esquema de política monetaria.

CONCLUSIONES

La adopción del esquema de metas de inflación en el Perú requirió de una evolución continua, para fortalecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera, y el desarrollo de modelos de proyección adecuados, a medida que el esquema de metas de inflación contribuía a mejorar el anclaje de las expectativas. Por su parte, la elección de la meta operativa pasó por un proceso de adaptación, partiendo del uso de agregados monetarios como la emisión primaria y la cuenta corriente de los bancos; la transición hacia el uso de un corredor de tasas de interés como guía para el mercado interbancario en soles; y finalmente de una tasa de referencia puntual, a partir de setiembre de 2003. Ello implicó el desarrollo de nuevos instrumentos, que ayudaron a reducir la volatilidad del mercado interbancario, así como a la formación de la curva de rendimientos en moneda nacional.

La comunicación al público es un elemento clave del esquema de metas explícitas de inflación para mantener las expectativas de inflación ancladas con el rango meta. Así, el comunicado de prensa del programa monetario permite explicar la racionalidad de las decisiones de política monetaria y su consistencia con el objetivo de inflación, mientras que el *Reporte de Inflación* comunica las proyecciones macroeconómicas y la racionalidad de las medidas de política monetaria consistentes con dicha proyección.

Sostenibilidad fiscal del Perú

PRE Y POS COVID-19

JUAN SÁNCHEZ* E IAN CARRASCO**

La sostenibilidad fiscal es una condición necesaria para que la política fiscal pueda tener efectos positivos sobre el crecimiento y el bienestar de un país. En este artículo se muestra cómo el Perú fortaleció su sostenibilidad fiscal durante las últimas dos décadas, lo que se refleja en sus bajos niveles de deuda pública en comparación con economías emergentes y de la región. Además, se presentan los desafíos pos-COVID-19 relacionados a mantener la sostenibilidad fiscal del país.



* Especialista, Departamento de Estadísticas Fiscales del BCRP
juan.sanchez@bcrp.gob.pe



** Especialista, Dirección de Política Fiscal del MEF
icarrasco@mef.gob.pe

1. IMPORTANCIA DE LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

La sostenibilidad fiscal se refiere a la capacidad de un Estado para sostener sus gastos, impuestos y políticas de largo plazo sin caer en la insolvencia o el *default* de su deuda pública (Balassone & Franco, 2000). En ese sentido, esta permite que la política fiscal pueda cumplir sus roles de suavizar los ciclos económicos, incrementar el crecimiento potencial de la economía y contribuir con reducir la desigualdad¹ (Gráfico 1). Por lo tanto, **la sostenibilidad fiscal es una condición necesaria para que la política fiscal pueda tener efectos positivos sobre el crecimiento y el bienestar de un país.**

La sostenibilidad fiscal de un país se puede analizar a través de la dinámica de la deuda y de los activos financieros del sector público. Al respecto:

- Una mayor deuda pública está asociada a una mayor probabilidad de *default* de esta².
- Una deuda pública con una desfavorable composición³ es una fuente de riesgos para las finanzas públicas y para la economía.
- La disponibilidad de activos financieros constituye una fuente de financiamiento complementaria para las acciones de la política fiscal y mitiga un uso intensivo de endeudamiento⁴.

Un país que entra en *default* de deuda pública, como consecuencia de su insostenibilidad fiscal, usualmente enfrenta un significativo deterioro en el creci-



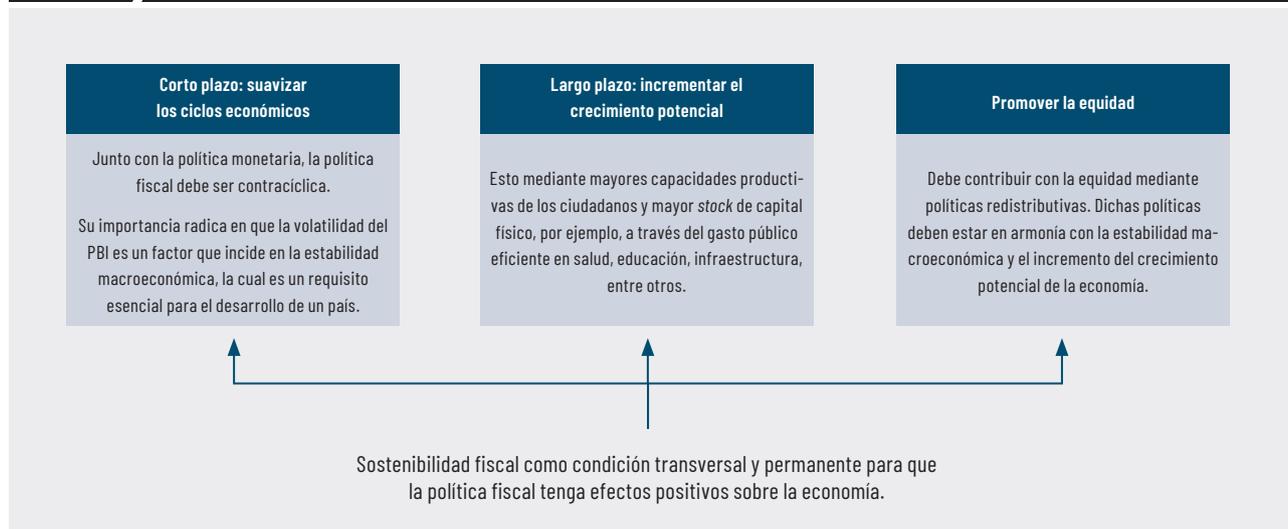
(...) la sostenibilidad fiscal es una condición necesaria para que la política fiscal pueda tener efectos positivos sobre el crecimiento y el bienestar de un país.



miento de su PBI (tanto a corto como a largo plazo), altas depreciaciones de su moneda, endurecimiento de las condiciones de acceso al mercado financiero, alto grado de malestar social, entre otras consecuencias negativas (Moody's, 2020).

Con estas consideraciones, en el presente artículo se realiza una revisión histórica de la dinámica de la

GRÁFICO 1 ■ Roles de la política fiscal



ELABORACIÓN: PROPIA BASADA EN FMI (2015, 2017).

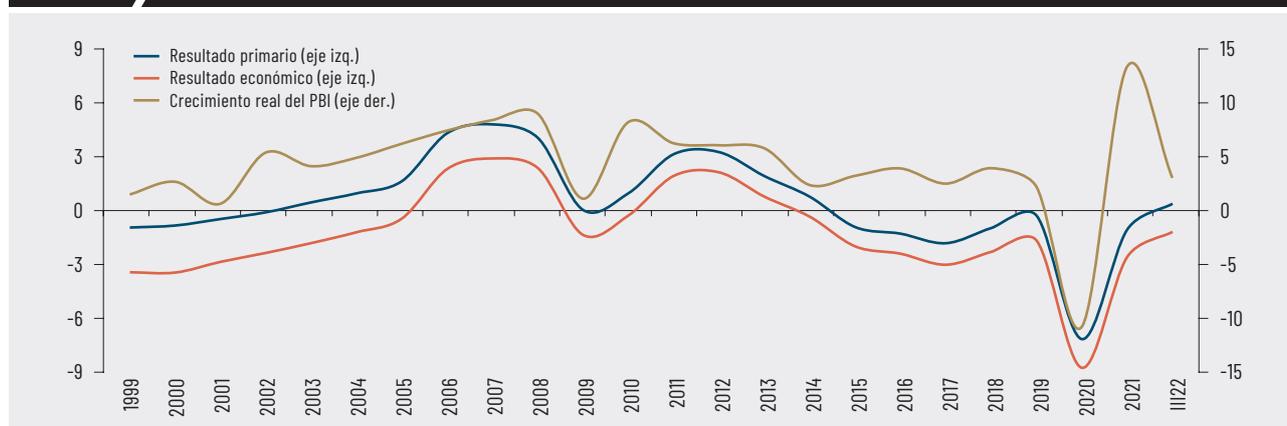
¹ Para un mayor detalle, ver FMI (2015, 2017).

² Para un mayor detalle, ver Koh et al. (2020) y Burriel et al. (2020).

³ La estructura de deuda pública de una economía es más débil cuando se compone de una elevada proporción en monedas extranjeras, con tasas de interés variables y/o por instrumentos con vencimientos en el corto plazo; esto debido a que generan mayor exposición a riesgos cambiarios, de tasa de interés y de refinanciamiento, respectivamente (Das et al., 2010).

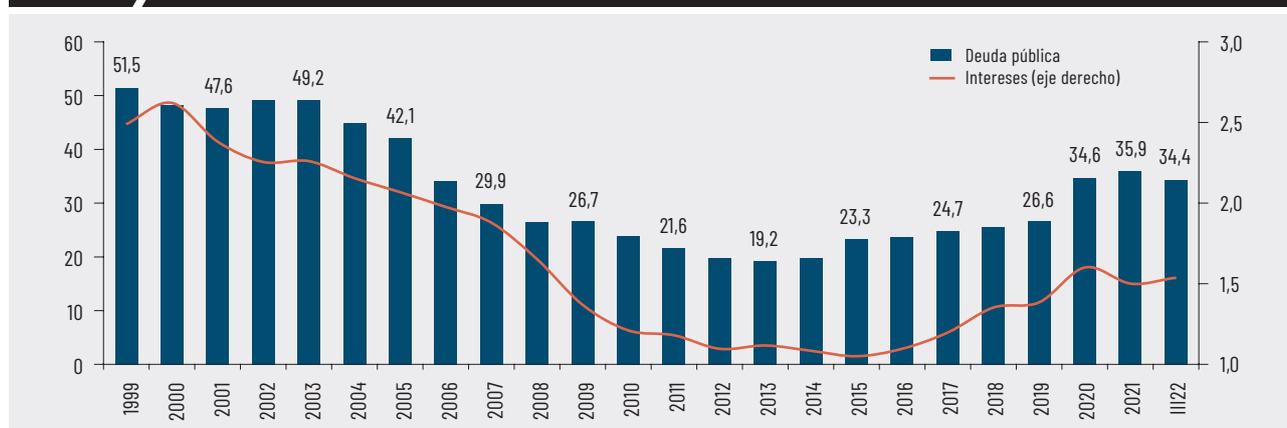
⁴ Un adecuado nivel de activos financieros facilita la implementación de políticas contracíclicas durante eventos adversos, principalmente en países expuestos a la volatilidad de precios de commodities. Para un mayor detalle, ver FMI (2018) y Henao-Arbelaez y Sobrinho (2017).

GRÁFICO 2 ■ Resultado económico y primario del SPNF y crecimiento real del PBI (En porcentaje del PBI y variación porcentual)



FUENTE: FMI Y BCRP.

GRÁFICO 3 ■ Deuda e intereses del SPNF (En porcentaje del PBI)



FUENTE: BCRP Y MEF.

deuda (así como de su composición) y de los activos financieros del sector público no financiero (SPNF) del Perú. Asimismo, se presentan los desafíos pos-COVID-19 relacionados a mantener la sostenibilidad fiscal del país.

2. DEUDA Y ACTIVOS FINANCIEROS DEL SPNF DEL PERÚ: 1999-SETIEMBRE DE 2022

Durante el periodo 1999-2019, se registró una reducción significativa de la deuda bruta y un incremento de los activos financieros del SPNF. Las mayores variaciones estuvieron asociadas a años en los que se registraron superávits fiscales, principalmente entre 2006 y 2013, los cuales estuvieron vinculados con un alto crecimiento del PBI y con un sector externo favorable (Gráfico 2).

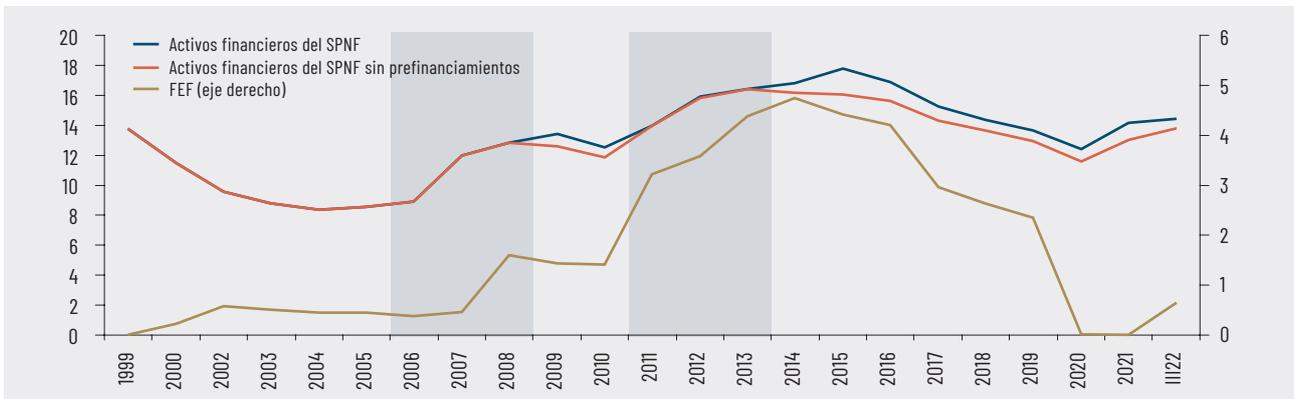
La deuda bruta del SPNF se redujo significativamente entre 1999 y 2019, de 51,5 a 26,6 por ciento

del PBI (Gráfico 3). Cabe señalar que la reducción de la deuda bruta también permitió reducir el pago de intereses, el cual pasó de 2,5 a 1,4 por ciento del PBI en este periodo. Por otro lado, los activos financieros del SPNF se incrementaron principalmente en los periodos de superávits fiscales (Gráfico 4), pues pasaron de 8,8 a 16,4 por ciento del PBI entre 2003 y 2013. Además, el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)⁵ alcanzó su punto máximo en el año 2014 (4,8 por ciento del PBI). De esta manera, la deuda neta —calculada como la diferencia entre la deuda bruta y los activos financieros del SPNF— alcanzó su nivel más bajo en 2013 (2,7 por ciento del PBI), tal como se muestra en el Gráfico 5.

Particularmente, se dio un incremento de la deuda pública neta de aproximadamente 10 puntos porcentuales del PBI (la deuda pública bruta, en casi 7 puntos porcentuales del PBI) entre 2014 y 2019, asociado

⁵ El FEF fue creado en 2000 mediante la Ley N.º 27245 (Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal). Este es uno de los principales elementos de la política fiscal contracíclica, ya que acumula recursos principalmente en épocas favorables (como altos niveles de crecimiento económico mundial y local, y/o altos precios de commodities relevantes para el país), para luego ser utilizados como fuente de financiamiento complementaria de acciones de política fiscal frente a eventos adversos como crisis económicas, desastres naturales, entre otros.

GRÁFICO 4 ■ **Activos financieros del SPNF y FEF ^{1/}**
(En porcentaje del PBI)



^{1/} LAS ÁREAS SOMBRADAS INDICAN PERÍODOS DE SUPERÁVITS FISCALES.
FUENTE: BCRP Y MEF.

GRÁFICO 5 ■ **Deuda bruta y neta del SPNF**
(En porcentaje del PBI)



FUENTE: BCRP Y MEF.

a diversos choques que afectaron a la economía peruana, tales como la significativa caída de precios de los commodities en 2014 y 2015, el menor crecimiento de importantes socios comerciales (China), la ocurrencia del FEN Costero en 2017, entre otros. Estos choques conllevaron a una reducción de los ingresos fiscales debido a un entorno macroeconómico más desfavorable y a diversas medidas de gasto público en respuesta a dichos choques. Ante ello, se tuvieron mayores déficits fiscales que en años previos, lo que generó mayores necesidades de endeudamiento y uso de activos para financiar dichos déficits.

No obstante, en 2020, la pandemia del COVID-19 conllevó a medidas extraordinarias y temporales para contener sus efectos negativos, lo que generó un incremento temporal del déficit fiscal que fue financiado con endeudamiento y uso de activos. Así, entre 2019 y 2021, la deuda bruta del SPNF se incrementó de 26,6 a 35,9 por ciento del PBI, mientras que la deuda neta pasó de 12,9 a 21,8 por ciento del PBI. En particular, los activos financieros disminuyeron de 13,7 a 12,4 del PBI entre 2019 y 2020, para luego aumentar a 14,2

por ciento en 2021. Este incremento estuvo asociado, entre otros, a una acumulación de ahorros fiscales provenientes de ingresos fiscales extraordinarios, en un contexto de rápida recuperación de la actividad económica del país y de precios de *commodities* relevantes, como el cobre, en máximos históricos.

A setiembre de 2022, la deuda bruta ha continuado disminuyendo, ubicándose en 34,4 por ciento del PBI, en tanto que la deuda neta se redujo a 20,0 por ciento del PBI.

Estructura de la deuda pública: 1999-2021

Durante el período 1999-2021, se realizaron diversas medidas para optimizar la estructura de la deuda pública, para fomentar el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública y ampliar la base de inversionistas (Cuadro 1, p. 40). En particular, estas acciones estuvieron orientadas a reducir la proporción de deuda en tasa variable, en moneda extranjera y en plazos cortos de vencimiento, con el objetivo de mitigar la exposición de la deuda a riesgos financieros.

CUADRO 1 ■ Medidas para optimizar la gestión de la deuda pública

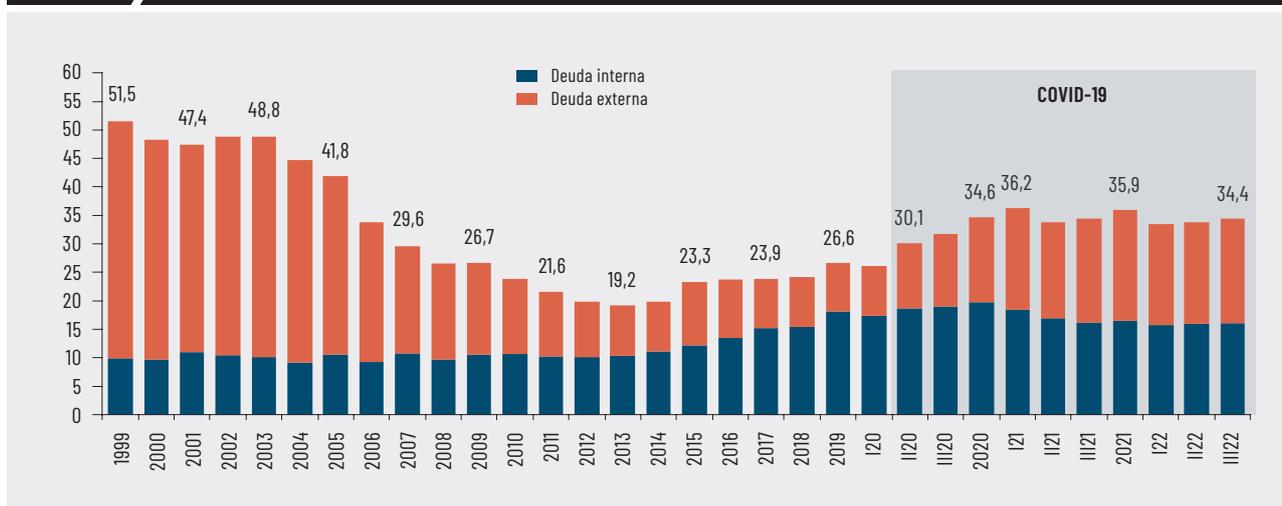
Estrategia de Colocaciones y de Operaciones del Manejo de Deuda Pública (2003)	Primer reglamento del Programa de Creadores de Mercado con el fin de fomentar el desarrollo del mercado de deuda pública doméstico, fundamentalmente a tasa fija y en moneda nacional.
Ley N.º 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento	Esta fue perfeccionándose con normas complementarias para adaptar la gestión de la deuda pública a la mayor integración del país con los mercados financieros internacionales.
Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos (2013)	Establece los lineamientos sobre la estrategia financiera del Gobierno para profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública, contribuyendo a asegurar la sostenibilidad fiscal, y un instrumento de planeamiento multianual de la gestión del balance financiero del Estado.
Suscripción del convenio con la plataforma Euroclear (2015)	Tuvo como objetivo el contribuir con la mayor liquidez y profundidad del mercado de deuda pública, así como para continuar diversificando la base de inversionistas y facilitando a los inversionistas no residentes el acceso a instrumentos de deuda en moneda local.
D. L. N.º 1437 – Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Endeudamiento Público	Adapta la gestión de la deuda pública con un enfoque más completo de gestión de riesgos fiscales contemplando un manejo integral del balance financiero del Estado.
R. M. N.º 221-2021-EF/52. Marco del Bono soberano sostenible	Los recursos obtenidos de estos bonos son dirigidos a financiar gasto público relacionado proyectos verdes y proyectos sociales. Entre sus principales ventajas se tienen las siguientes: posibilidad de obtener una menor tasa de interés que un bono convencional, diversificar el portafolio de inversionistas de bonos soberanos y publicación de informes periódicos sobre el uso de estos recursos.

Como resultado de una gestión más activa de activos y pasivos, de la creación de un mercado de deuda a tasa fija y en moneda nacional, de operaciones de administración de deuda (OAD)⁶ y el menor nivel de deuda, varios indicadores mejoraron, reflejando un menor nivel de riesgo. El desarrollo del mercado interno de deuda pública permitió que la deuda pública interna tenga una mayor proporción dentro de la deuda pública total (Gráfico 6). Por su parte, la vida media de la deuda del sector público aumentó de 7,6 a 12,2 años, en línea con el incremento de la vida media

de los bonos soberanos (Gráfico 7). Además, entre 2003 y 2019, el porcentaje de la deuda del SPNF en moneda extranjera se redujo de forma importante de 82,0 a 31,8 por ciento de la deuda total, mientras que el porcentaje de la deuda del SPNF a tasa variable disminuyó de 39,4 a 6,2 por ciento de la deuda total en dicho periodo. En particular, entre 2009 y 2017 se registraron las mayores caídas en dicho indicador, producto de OAD de conversión de tasas y de prepago de deuda (Gráfico 8).

La mejora en los indicadores de deuda, reflejado en una menor deuda en moneda extranjera, a tasa variable y ma-

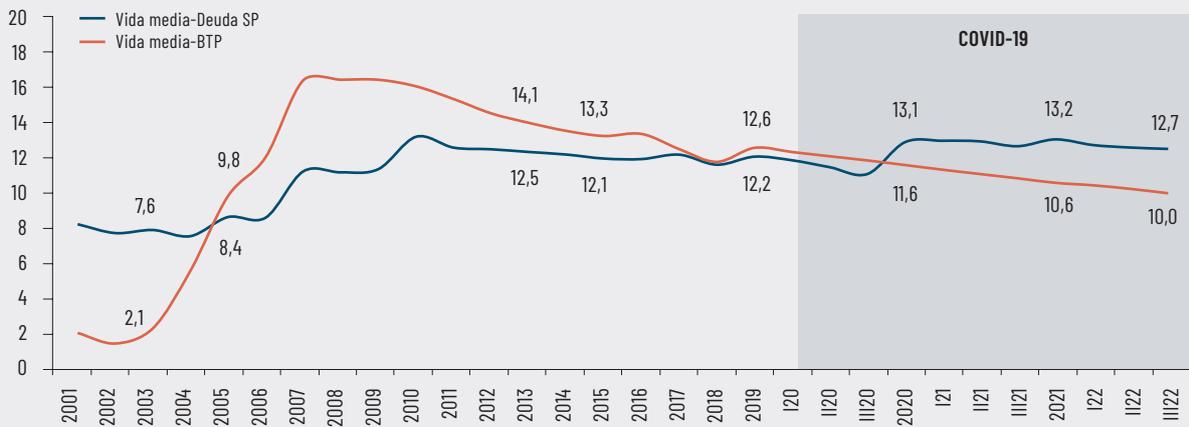
GRÁFICO 6 ■ Deuda pública interna y externa (En porcentaje del PBI)



FUENTE: BCRP Y MEF.

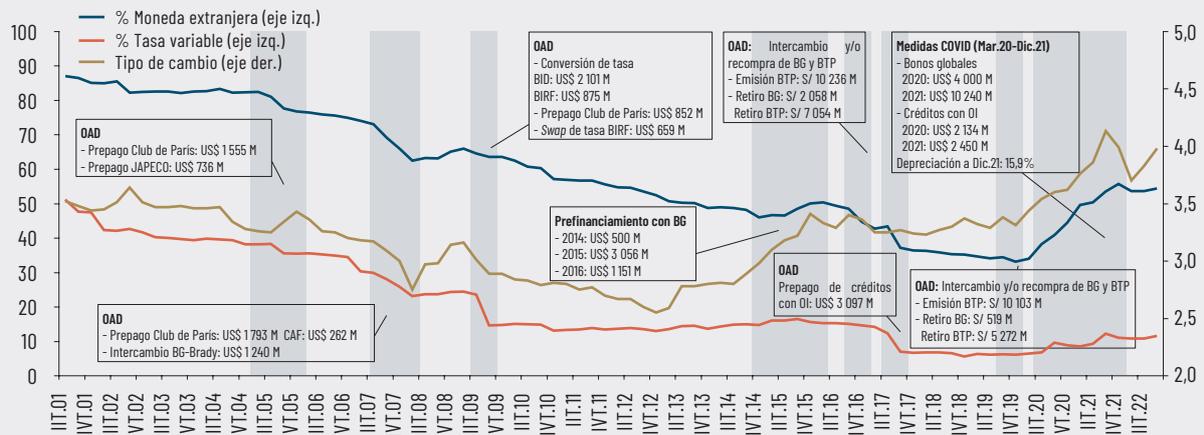
⁶ Una operación de administración de deuda se refiere a una operación de endeudamiento destinada a cambiar la estructura o condiciones de la deuda pública. Por ejemplo, realizar una emisión de bonos soberanos en soles para prepagar créditos externos en dólares, con el objetivo de reducir la proporción de deuda en moneda extranjera y/o a tasa variable.

GRÁFICO 7 ■ Indicadores de vida media de la deuda (En años)



FUENTE: BCRP Y MEF.

GRÁFICO 8 ■ Porcentaje de deuda del SPNF en moneda extranjera y tasa variable (En porcentaje de la deuda bruta del SPNF)



FUENTE: BCRP Y MEF.

ELABORACIÓN: PROPIA.

yor vida promedio de la deuda, implicaba un menor riesgo cambiario, de tasa y de refinanciamiento, respectivamente.

Debido a la pandemia de la COVID-19, este panorama cambió. Entre 2019 y 2021, el porcentaje de deuda del SPNF en moneda extranjera aumentó de 31,8 a 54,4 por ciento; el porcentaje de la deuda del SPNF a tasa variable aumentó de 6,2 a 11,0 por ciento; y la vida media de la deuda del sector público se elevó de 12,2 a 13,2 años, debido a las emisiones de nuevas referencias en dólares americanos con vencimientos largos; mientras que la vida media de los bonos soberanos disminuyó de 12,6 a 10,6 años, debido a que no se han realizado emisiones de nuevas referencias.

A fines de junio de 2022, porcentaje de deuda del SPNF en moneda extranjera disminuyó a 52,9 por ciento de la deuda total, por la apreciación del sol, y el porcentaje de la deuda a tasa variable aumentó ligeramente a 11,1 por ciento del PBI, por el desembolso de créditos con organismos internacionales.

Estos resultados responden a la estrategia de financiamiento basada en captar recursos en el mercado externo, mediante emisiones de bonos globales y concertación de créditos con organismos internacionales, debido principalmente a dos factores:

- Una menor demanda de bonos en el mercado interno, debido a las ventas de inversionistas institucionales como las AFP entre 2020 y 2021 (que constituían uno de los mayores demandantes de estos instrumentos), principalmente, para enfrentar los retiros de fondos de pensiones por efecto de leyes aprobadas por el Congreso de la República; y las ventas de no residentes en el primer semestre de 2021, como resultado de la incertidumbre política.
- Un contexto de tasas de interés de bonos soberanos en dólares, euros y yenes que se encontraban en mínimos históricos a nivel mundial. De esta manera, si bien se redujo la proporción de deuda pú-

blica en moneda local, se limitó el impacto del pago de intereses en sus déficits fiscales de los siguientes años dadas las bajas tasas de interés que se obtuvieron en dichas emisiones.

A fines de setiembre de 2022, porcentaje de deuda del SPNF en moneda extranjera disminuyó a 53,6 por ciento de la deuda total, en parte por la apreciación del sol y el mayor financiamiento en moneda local, y porcentaje de la deuda a tasa variable aumentó a 11,8 por ciento del PBI, por el desembolso de créditos con organismos internacionales.

Descomposición de la deuda del SPNF

Para realizar la descomposición de la deuda del SPNF, como ratio del PBI, se utiliza la siguiente ecuación de acumulación de deuda:

$$\Delta d_t = dp_t + \Delta na_t + \frac{\tilde{r}_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} - \frac{\gamma_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} + \varepsilon_t \left(\frac{\alpha_{t-1} d_{t-1}}{1 + \gamma_t} \right) - o_t$$

En la ecuación:

d_t es la ratio de deuda del SPNF como porcentaje del PBI al cierre del período.

dp_t es el déficit primario del SPNF.

Δna_t es la variación en el nivel de activos expresado como porcentaje del PBI (*proxy* del uso o acumulación de activos).

\tilde{r}_t es la tasa de interés nominal implícita sobre la deuda del SPNF.

γ_t es la tasa de crecimiento del PBI nominal.

ε_t es la tasa de variación del tipo de cambio nominal.

α_t es la participación de los pasivos en moneda extranjera sobre el total de pasivos.

o_t son otros flujos que financian el déficit.

En el Cuadro 2 se presentan los resultados del ejercicio de descomposición, teniendo en cuenta para el

análisis los períodos 1999-2003 (período de baja reducción de la deuda), 2003-2013 (período de mayor reducción), 2014-2019 (período de aumento de la deuda), 2020-2021 (pandemia) y junio de 2022.

- **1999-2003:** La deuda del SPNF disminuyó en 2,6 puntos porcentuales (p.p.) del PBI, principalmente por factores asociados al fisco (2,0 p.p., al mantenerse déficits primarios bajos y utilizarse activos) y, en menor medida, por factores automáticos (0,9 p.p., dado el crecimiento del PBI y la apreciación del sol, factores que fueron contrarrestados en parte por el efecto de las tasas de interés).
- **2004-2013:** La deuda del SPNF disminuyó en 29,6 p.p. del PBI, debido a factores automáticos (altas tasas de crecimiento del PBI y apreciación del sol), así como factores asociados al fisco (superávits primarios). Cabe indicar que los superávits fiscales permitieron una acumulación de activos del SPNF.
- **2014-2019:** La deuda del SPNF aumentó en 7,4 p.p. del PBI como resultado de los déficits fiscales y el efecto tasa de interés y depreciación del sol, así como por operaciones de endeudamiento para prefinanciamiento (acumulación de activos). Estos efectos fueron compensados por el PBI nominal.
- **2020:** El aumento de la deuda del SPNF se explica, principalmente, por el déficit primario del SPNF, la caída del PBI, el pago de intereses y la depreciación del sol. Todo ello en el contexto de la emergencia sanitaria. Cabe resaltar que la utilización de activos compensó parcialmente a los mencionados factores (en particular del FEF).
- **2021:** La deuda del SPNF aumentó en 1,3 p.p. del PBI, debido al déficit del resultado primario del SPNF, el pago de intereses y la depreciación del sol, a los que se suma la acumulación de ac-

CUADRO 2 ■ Descomposición de la deuda del SPNF (En porcentaje del PBI)

	1999	PRE-COVID-19			COVID-19		
		2000-2003	2004-2013	2014-2019	2020	2021	Set.22
1. Ratio de deuda bruta (fin de período)	51,5	48,8	19,2	26,6	34,6	35,9	34,4
2. Variación en el ratio de deuda bruta		-2,6	-29,6	7,4	8,0	1,3	-1,5
a. Factores asociados al fisco		-2,0	-7,8	7,1	4,9	5,0	-1,1
i. Déficit Primario		0,8	-26,0	4,3	7,3	1,0	-2,1
ii. Variación en el nivel de activos (-: uso / +: acumulación)		-2,8	18,2	2,8	-2,3	4,0	1,0
Del cual:							
Fondo de Estabilización Fiscal		0,4	5,9	-1,7	-2,7	0,0	0,6
Prefinanciamiento		0,0	0,2	1,0	0,0	0,4	-0,8
b. Flujos automáticos de deuda		-0,9	-19,0	1,2	4,6	-3,4	-0,6
i. Tasa de interés		9,8	16,2	7,4	1,7	1,5	1,2
ii. Tasa de crecimiento del PBI nominal		-10,1	-30,6	-7,7	2,1	-6,2	-1,8
iii. Variación del tipo de cambio		-0,6	-4,6	1,4	0,9	1,2	0,0
c. Otros flujos		0,3	-2,8	-0,9	-1,5	-0,3	0,2
Nota:							
% de deuda en moneda extranjera (fin de período)	88,6	82,0	45,5	31,8	42,9	54,4	53,6
% de deuda a tasa variable (fin de período)	-	39,4	13,7	6,2	8,8	11,0	11,8

FUENTE: BCRP Y MEF.
ELABORACIÓN: PROPIA.

tivos con los recursos obtenidos para el prefinanciamiento de operaciones fiscales de 2022. Estos factores fueron compensados en parte por la recuperación del PBI.

- **A setiembre de 2022:** La ratio de deuda del SPNF disminuyó en 1,5 p.p. como resultado, principalmente, del superávit primario, así como por el crecimiento del PBI.

Descomposición de los activos financieros del SPNF

Para realizar la descomposición de los activos del SPNF, como ratio del PBI, se utiliza la siguiente ecuación de acumulación de deuda:

$$\Delta a_t = a_{t-1} \left(\frac{1}{1 + \gamma_t} - 1 \right) + \frac{\varepsilon_t a_{t-1}^e}{(1 + \gamma_t)} + f i_t + o_t$$

En la ecuación:

a_t es el ratio de activos del SPNF como porcentaje del PBI al cierre del período.

Δa_t es la variación en el ratio de activos como porcentaje del PBI.

γ_t es la tasa de crecimiento del PBI nominal.

ε_t es la tasa de variación del tipo de cambio nominal.

a_t^e es la participación de los activos en moneda extranjera sobre el total de activos.

$f i_t$ corresponde a flujos de activos relacionados a cuentas del Tesoro Público (FEF, saldos de balance, prefinanciamientos, entre otros).

o_t son otros flujos.

En el Cuadro 3 se presentan los resultados del ejercicio de descomposición de los activos financieros del SPNF:

- **1999-2003:** El ratio de activos a PBI disminuyó en 5,0 p.p., principalmente por el crecimiento del PBI nominal y por el uso de saldos de balance, lo cual fue parcialmente compensado por la acumulación de depósitos en el FEF.
- **2004-2013:** El ratio de activos a PBI aumentó en 7,7 p.p. debido a los superávits fiscales registrados en el período, que se tradujeron en la acumulación de saldos de balance y en el FEF. Ello fue contrarrestado por el crecimiento del PBI y la apreciación del sol.
- **2014-2019:** El ratio de activos a PBI disminuyó en 2,8 p.p., como reflejo de los déficits fiscales registrados en el período, que se tradujeron en el uso de los recursos del FEF, a lo que se suma el efecto del crecimiento del PBI nominal. Ello fue parcialmente compensado por la acumulación de activos por prefinanciamientos y por saldos de balance, así como por la depreciación del tipo de cambio.
- **2020:** El ratio de activos a PBI disminuyó en 1,3 p.p. por el uso de activos para enfrentar la pandemia de la COVID-19, principalmente obtenidos del FEF, así como de otros depósitos y transferencias de entidades públicas. Ello fue contrarrestado, en parte, por la depreciación del sol.
- **2021:** El ratio de activos a PBI aumentó en 1,8 p.p., debido a la variación de saldos de balance —mayores ingresos tributarios que se reflejaron en un mayor saldo de recursos ordinarios disponible, y que posteriormente se transfirieron a la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL) y al FEF—, operaciones de prefinanciamiento realizadas en 2020 y depreciación del sol. El aumento del PBI nominal y el uso de otros activos para enfrentar la pandemia contrarrestaron, en parte, los factores mencionados.

CUADRO 3 ■ Descomposición de los activos del SPNF
(En porcentaje del PBI)

	1999	PRE-COVID-19			COVID-19		
		2000-2003	2004-2013	2014-2019	2020	2021	Set.22
1. Ratio de activos (fin de periodo)	13,8	8,8	16,4	13,7	12,4	14,2	14,4
2. Variación en el ratio de activos		-5,0	7,7	-2,8	-1,3	1,8	0,2
a. Factores asociados al fisco		-0,7	17,7	0,7	-2,9	3,3	-0,8
i. Fondo de Estabilización Fiscal		0,4	5,9	-1,7	-2,7	0,0	0,6
ii. Prefinanciamiento 1/		0,0	0,2	1,0	0,0	0,4	-0,8
iii. Variación de saldos de balance		-1,1	11,6	1,4	0,6	3,2	-0,6
iv. Otros activos usados frente a la COVID-19		0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,3	0,0
b. Flujos automáticos de ratio de activos		-2,3	-11,3	-4,5	1,6	-1,9	-0,7
i. Tasa de crecimiento del PBI nominal		-2,2	-10,5	-5,6	1,1	-2,2	-0,7
ii. Variación del tipo de cambio		-0,1	-0,8	1,1	0,5	0,3	0,0
c. Otros flujos 2/		-2,0	1,2	1,0	0,0	0,4	1,8
Nota:							
% de activos en moneda extranjera (fin de periodo)	74,5	64,3	38,0	36,9	26,7	19,9	18,6

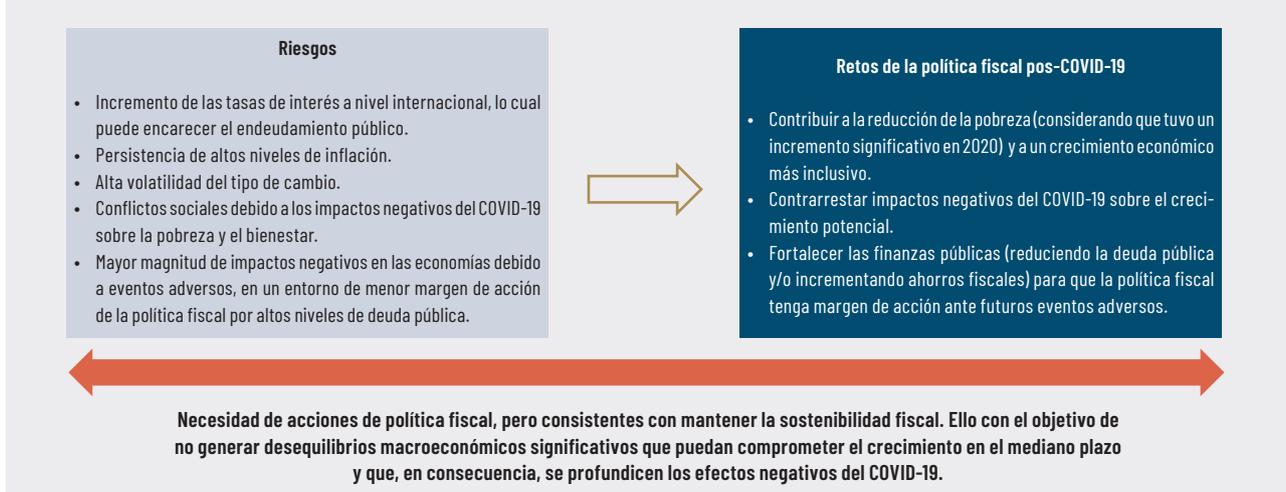
1/ LOS DATOS DE LOS PREFINANCIAMIENTOS CONSIDERAN LOS FLUJOS NETOS (DESEMBOLSOS DE PREFINANCIAMIENTOS Y USOS DE PREFINANCIAMIENTOS) EN CADA AÑO. POR ELLO, POR EJEMPLO, EL DATO DE PREFINANCIAMIENTO PARA 2021 CORRESPONDE A LA DIFERENCIA ENTRE EL PREFINANCIAMIENTO REALIZADO EN 2021 (PARA GASTOS DE 2022) Y EL USO DE PREFINANCIAMIENTOS REALIZADOS EN 2020 (QUE FUERON PARA GASTOS DE 2021). EN EL CASO DE LOS PERIODOS DE LA TABLA, LOS DATOS SON EQUIVALENTES AL PREFINANCIAMIENTO REALIZADO EN EL ÚLTIMO AÑO DEL PERIODO.

2/ EL DATO CORRESPONDIENTE A "OTROS FLUJOS" DE SETIEMBRE DE 2022 SON EXPLICADOS, DE MANERA GENERAL, POR LA ALTA DINÁMICA DE LOS INGRESOS FISCALES QUE CONTINUARON REGISTRÁNDOSE DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2022, EN UN CONTEXTO DE ALTOS PRECIOS DE COMMODITIES COMO EL COBRE (ASÍ, LA VARIACIÓN REAL DE LOS INGRESOS FISCALES DEL PERIODO ENERO-JUNIO DE 2022 VS EL PERIODO ENERO-JUNIO DE 2021 FUE APROXIMADAMENTE 17%). LOS RECURSOS DE "OTROS FLUJOS" DE SETIEMBRE DE 2022 AÚN NO ENTRAN EN LA CONTABILIZACIÓN DE "VARIACIÓN DE SALDOS DE BALANCE", YA QUE ESTE ÚLTIMO RUBRO CORRESPONDE AL RESULTADO DEL CIERRE DE CADA AÑO.

FUENTE: BCRP Y MEF.

ELABORACIÓN: PROPIA.

GRÁFICO 9 ■ Retos de la política fiscal pos COVID-19 y riesgos



ELABORACIÓN: PROPIA.

- **Setiembre 2022:** El aumento en 0,2 p.p. en la ratio de activos del SPNF se explica principalmente por la mayor recaudación, en particular, durante la campaña de regularización del impuesto a la renta, parcialmente compensado por el aumento del PBI nominal.

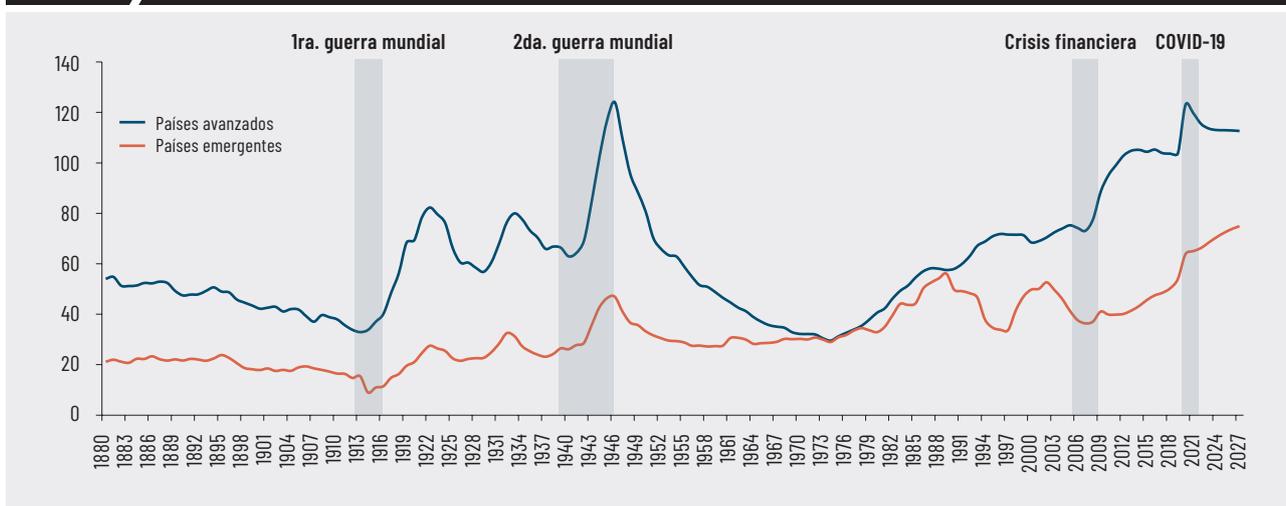
3. RETOS DE LA POLÍTICA FISCAL RELACIONADOS A LA SOSTENIBILIDAD FISCAL POS-COVID-19

La política fiscal a nivel mundial, principalmente en países emergentes y en desarrollo, se enfrenta a importantes retos y riesgos pos-COVID-19⁷ (Gráfico 9), en un contexto de deudas públicas históricamente altas (Gráfico 10). Ante ello, es relevante que las acciones

de política fiscal sean consistentes con mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas, para no generar desequilibrios macroeconómicos que puedan comprometer el crecimiento en el mediano plazo y que profundicen los efectos negativos producto del nuevo coronavirus.

En el caso de Perú, las principales acciones de política fiscal que el país debería seguir para los siguientes años estarán relacionadas a reducir su déficit fiscal⁸; continuar optimizando la estructura de la deuda pública y la gestión de activos financieros; y mejorar la eficiencia del gasto público y fortalecer la política tributaria. Un mayor detalle de estas acciones se observa en el Gráfico 11.

GRÁFICO 10 ■ Deuda pública de países avanzados y emergentes (En porcentaje del PBI)



FUENTE: FMI.

⁷ Para un mayor detalle, ver FMI (2022), Banco Mundial (2021), Moody's (2021), Izquierdo y Pessino (2021), y Cárdenas et al. (2021).

⁸ La reducción del déficit fiscal también brinda una mayor oportunidad para acumular activos financieros en futuras situaciones favorables. Ello debido a que se pueden acumular más activos financieros en un contexto de auge económico si previamente se parte de una situación de bajo déficit fiscal (o superávit fiscal) en lugar de una situación de alto déficit fiscal.

GRÁFICO 11 Principales desafíos de Perú respecto a la política fiscal pos-COVID-19

Llevar a cabo una reducción gradual del déficit fiscal para mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas

Ello debido a que la dinámica automática de la deuda pública, determinada por la diferencia entre el crecimiento nominal del PBI y la tasa de interés implícita de la deuda pública, ya no sería tan favorable como en años previos (Gráfico 12), por lo que la dinámica de la deuda pública estará determinada principalmente por la trayectoria de los déficits fiscales.

Al respecto, se publicó la Ley N.º 31541 en agosto de 2022, con la cual se establece una reducción gradual del déficit fiscal hasta ubicarlo en 1,0 por ciento del PBI en el año 2026. Además, dicha ley también establece que la deuda pública debe ubicarse en 30 por ciento del PBI o menos como máximo en el año 2032 (a partir de 2032, la deuda debe ser menor a 30 por ciento del PBI). De esta manera, la reducción del déficit fiscal permitirá mantener a la deuda pública en niveles sostenibles y generará las condiciones para poder acumular activos financieros en los siguientes años.

Continuar con el fortalecimiento de la estructura de la deuda para limitar su exposición a riesgos y optimizar la gestión de los activos financieros

Al respecto, una de las principales acciones de la gestión de la deuda pública debería estar orientada a incrementar la proporción de deuda pública en moneda local, considerando que dicha participación se redujo durante 2020 y 2021.

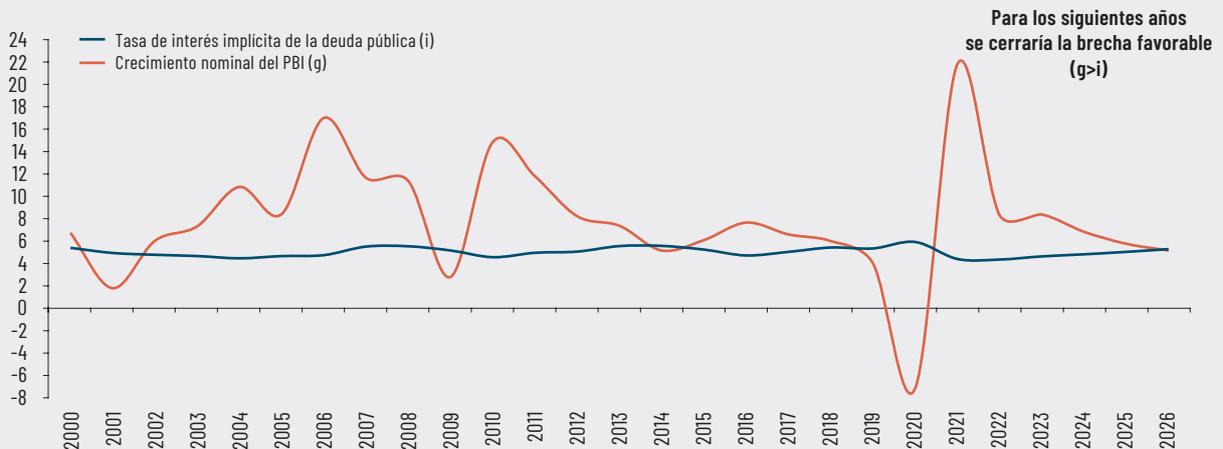
Por otra parte, también será relevante acumular ahorros fiscales en los siguientes años (principalmente con base en la generación de superávits fiscales en épocas favorables) y optimizar la gestión de dichos ahorros con el objetivo de maximizar su rentabilidad.

Optimizar la gestión del gasto público y fortalecer la recaudación tributaria

Es relevante que los recursos públicos puedan ser utilizados apropiada y oportunamente para una mejor provisión de bienes y servicios a los ciudadanos, lo que requiere llevar a cabo medidas que optimicen la eficiencia del gasto público. Además, es importante que el Estado pueda disponer de mayores recursos para afrontar los desafíos descritos previamente, por lo que son necesarias medidas que incrementen los ingresos fiscales permanentes. Ello teniendo en consideración los altos niveles de evasión y elusión tributaria (que ubican al Perú como uno de los países con la menor presión tributaria en la región), el estado de la economía, así como las limitaciones estructurales (como el alto grado de informalidad del país) que podrían tener las medidas tributarias.

ELABORACIÓN: PROPIA.

GRÁFICO 12 Crecimiento nominal del PBI y tasa de interés implícita de la deuda pública



NOTA: LA DINÁMICA AUTOMÁTICA SE REFIERE A LAS VARIACIONES ANUALES DEL RATIO DE DEUDA PÚBLICA SOBRE PBI ASOCIADAS AL EFECTO DIRECTO QUE TIENEN EL CRECIMIENTO DEL PBI Y LA TASA DE INTERÉS IMPLÍCITA DE LA DEUDA PÚBLICA SOBRE DICHO RATIO. ESTOS FACTORES SE PUEDEN CALIFICAR DE EXÓGENOS PARA LA AUTORIDAD FISCAL DE UN PAÍS. DICHA DINÁMICA AUTOMÁTICA ES FAVORABLE CUANDO EL CRECIMIENTO NOMINAL DEL PBI ES MAYOR A LA TASA DE INTERÉS IMPLÍCITA DE LA DEUDA PÚBLICA.

FUENTE: BCRP Y MEF.

La deuda pública de Perú (33,8 por ciento del PBI a junio de 2022) se encuentra por debajo del promedio de países emergentes y de países de América Latina (alrededor de 70 por ciento del PBI). En adelante, serán necesarias acciones como las señaladas en el Gráfico

11 para continuar manteniendo una deuda pública relativamente baja y sostenible. Ello es más relevante considerando que la dinámica automática de la deuda pública ya no sería tan favorable en los siguientes años (Gráfico 12).

4. CONCLUSIONES

En este documento se presenta una descripción y análisis de la evolución de la deuda bruta, así como de su composición, y de los activos financieros del SPNF en las dos últimas décadas. Durante dicho periodo se impulsaron diversas medidas de gestión de deuda pública que permitieron fortalecer la sostenibilidad fiscal, que se reflejó en el bajo nivel de deuda, menor porcentaje de deuda tanto en moneda extranjera como a tasa variable, así como en plazos cortos de vencimientos. Debido a la pandemia del COVID-19, se tuvieron que implementar medidas extraordinarias y temporales, como financiamiento externo mediante emisiones de bonos globales y créditos contingentes, y el uso de ahorros fiscales como el FEF, para financiar el mayor gasto producto de la emergencia sanitaria. Ello tuvo implicancias sobre un mayor nivel de deuda y de porcentaje de deuda en moneda extranjera; sin embargo, la deuda pública del Perú se ubica como una de las más bajas en la región. Cabe señalar que el Perú enfrenta importantes retos y riesgos pos-COVID-19 y sus acciones frente a ellos deberían estar orientadas a reducir el déficit fiscal y continuar con una buena gestión de la deuda pública y de los activos financieros.



Durante el período 1999-2021, se realizaron diversas medidas para optimizar la estructura de la deuda pública, para fomentar el desarrollo del mercado doméstico de deuda pública y ampliar la base de inversionistas.



REFERENCIAS:

- **Balassone, F., y Franco, D. (2000).** *Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU*. Banca d'Italia. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-convegni/2000-fiscal-sustainability/021-060_balassone_and_franco.pdf?language_id=1
- **Banco Mundial (2021).** *The Global Economic Outlook in five charts*. World Bank Blogs. World Bank. <https://blogs.worldbank.org/voices/global-economic-outlook-five-charts-0>
- **Burriel, P., Checherita-Westphal, C., Jacquinot, P., Schön, M., y Stähler, N. (2020).** *Economic consequences of high public debt: evidence from three large scale DSGE models*. Working Paper Series 2450. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2450~e008f3b9ae.en.pdf>
- **Cárdenas, M., Ricci, L., Roldos, J., y Werner, A. (2021).** *Fiscal Policy Challenges for Latin America during the Next Stages of the Pandemic: The Need for a Fiscal Pact*. Working Paper 21/77. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/03/17/Fiscal-Policy-Challenges-for-Latin-America-during-the-Next-Stages-of-the-Pandemic-The-Need-50263>
- **Das, U., Papapioannou, M., Pedras, G., Ahmed, F., y Surti, J. (2010).** *Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications*. Working Paper 10/280. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10280.pdf>
- **Fondo Monetario Internacional (FMI). (2015).** *Fiscal Policy and Long-Term Growth*. IMF Policy Paper. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/042015.pdf>
- **Fondo Monetario Internacional (FMI). (2017).** *Fiscal Monitor 2017: Achieving More with Less*. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/04/06/fiscal-monitor-april-2017>
- **Fondo Monetario Internacional (FMI). (2018).** *Fiscal Monitor 2018: Managing Public Wealth*. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/10/04/fiscal-monitor-october-2018>
- **Fondo Monetario Internacional (FMI). (2022).** *Fiscal Monitor 2022: Fiscal Policy From Pandemic To War*. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2022/04/12/fiscal-monitor-april-2022>
- **Henao Arbelaez, C., y Sobrinho, N. (2017).** *Government Financial Assets and Debt Sustainability*. IMF Working Paper 17/173. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/07/25/Government-Financial-Assets-and-Debt-Sustainability-45103>
- **Izquierdo, A., y Pessino, C. (2021).** *A Post COVID-19 Fiscal Strategy for Latin America and the Caribbean*. Inter-American Development Bank blogs. Inter-American Development Bank. <https://blogs.iadb.org/ideas-matter/en/a-post-covid-19-fiscal-strategy-for-latin-america-and-the-caribbean/>
- **Koh, W., Kose, A., Nagle, P., Ohnsorge, F., y Sugawara, N. (2020).** *Debt and Financial Crises*. Policy Research Working Paper 9116. World Bank. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/560291579701550183/pdf/Debt-and-Financial-Crises.pdf>
- **Moody's (2020).** *Sovereign crises lead to sharp spikes in emerging market corporate and subsovereign default rates*. *Sovereign Defaults Series*. https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1239484
- **Moody's (2021).** *Scarring from COVID-19 pandemic will increase fiscal risks and social pressures*. *Sovereign Defaults Series*. https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1280797

M

odalidades de operaciones de reporte del BCRP ante los efectos adversos del COVID-19: reprogramación de cartera crediticia, reprogramación de créditos garantizados

BAJO REACTIVA PERÚ Y EXPANSIÓN DE CRÉDITO A LARGO PLAZO

GOEL MIRANDA* Y DANIELA POMASUNCO**



* Especialista, Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP
goel.miranda@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Liquidación y Control de Operaciones del BCRP
daniela.pomasunco@bcrp.gob.pe

Ante la persistencia de los efectos económicos negativos del COVID-19, se tuvo que replantear e introducir nuevas modalidades a los instrumentos de política monetaria ya existentes, de esta manera el Banco Central introdujo tres nuevas modalidades de operaciones de reporte: i) Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno bajo la modalidad de Reprogramación, ii) Operaciones de Reporte con Reprogramaciones de Cartera de Créditos y iii) Operaciones de Reporte Condicionadas a la Expansión de Crédito de Largo Plazo. En el presente artículo se detalla el desarrollo y resultados de estas nuevas modalidades.

1. INTRODUCCIÓN

El 2020 fue escenario de un evento inusitado. La pandemia del COVID-19 se propagó rápidamente alrededor del mundo, causando incertidumbre durante un largo periodo en donde se paralizaron las principales actividades económicas del país. En el caso del Perú, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), que implementa la política monetaria, expandió su portafolio de instrumentos al incluir nuevas modalidades de operaciones de inyección de liquidez, entre ellos, las operaciones que se dieron en el marco del programa Reactiva Perú. Asimismo, en el mismo año, el BCRP creó dos nuevas modalidades en las operaciones de reporte: (i) Operaciones de Reporte con Reprogramaciones de Carteras de Créditos y (ii) Operaciones de Reporte Condicionadas a la Expansión del Crédito a Largo Plazo, las cuales permitieron potenciar el impacto de las decisiones de política monetaria que buscaban limitar el impacto de la crisis generada por el COVID-19. Posteriormente, durante el 2021, debido a las nuevas restricciones producto de la segunda ola del nuevo coronavirus, el gobierno publicó el Decreto de Urgencia N.º 026-2021 que permitía las reprogramaciones de los créditos del programa de Reactiva Perú. El BCRP, en función de sus objetivos de política monetaria, y considerando la necesidad de mantener la posición de estímulo monetario, inició las Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional bajo la modalidad de reprogramación.

Este artículo tiene como finalidad explicar en detalle el funcionamiento y los resultados de las operaciones de reporte bajo la modalidad de reprogramación del programa Reactiva Perú y, asimismo, de las operaciones de reporte bajo las otras dos modalida-

des adicionales, que en total lograron la inyección de S/ 25 417 millones.

2. OPERACIONES DE REPORTE DE CRÉDITOS CON GARANTÍA DEL GOBIERNO NACIONAL BAJO LA MODALIDAD DE REPROGRAMACIÓN

El programa Reactiva Perú, mediante el cual el BCRP desembolsó más de 52 mil millones de soles para inyectar liquidez al sistema financiero, permitió que las entidades del sistema financiero otorguen créditos a tasas bajas a las empresas afectadas por los efectos colaterales del COVID-19. Este programa finalizó en el mes de diciembre del 2020. Sin embargo, la reanudación de las actividades económicas fue más gradual de lo que se había anticipado y con el surgimiento de la segunda ola, a inicios del 2021, se aplicaron nuevas medidas restrictivas de movilidad. Bajo este nuevo contexto, el 6 de marzo del 2021 se publicó el *Decreto de Urgencia que establece medidas tanto en materia económica y financiera destinadas a la reprogramación de los créditos garantizados con el programa "Reactiva Perú"* (Decreto de Urgencia N.º 026-2021-DU 026).

Inicialmente, se estableció que la reprogramación abarcaría hasta la suma de S/ 16 mil millones. El organismo encargado de la emisión de garantías, evaluación y aprobación de solicitudes de reprogramación de créditos del programa Reactiva Perú, las cuales contarían con un nuevo periodo de gracia de hasta 12 meses, sería la Corporación Financiera de Desarrollo (Cofide). Asimismo, se especificó que la fecha límite para la recepción de solicitudes de reprogramación sería el 15 de julio del 2021. Posteriormente, mediante el Decreto de Urgencia N.º 039-2021, se incrementó el monto de las reprogramaciones hasta los 19,5 mil millones y por medio de los decretos de urgencia 057-2021 y 091-2021, respectivamente, el plazo de recepción de solicitudes se amplió hasta el 31 de diciembre del 2021.

Cabe mencionar que la reprogramación de los créditos de Reactiva no implica necesariamente que el BCRP re programe las operaciones de reporte que las entidades del sistema financiero realizaron utilizando estos créditos con garantía del gobierno nacional como colaterales. Esta decisión está determinada por la necesidad, a consideración del BCRP, de mantener la posición de estímulo monetario. En todos los casos, una condición necesaria para la participación en la reprogramación fue que las entidades financieras participantes (EP) cancelen previamente el capital y los intereses de las operaciones repo con el BCRP en la parte correspondiente a los créditos originales que se iban a reprogramar, esto tanto para las operaciones repo realizadas inicialmente bajo el esquema regular y el esquema especial de la Circular N.º 0017-BCRP-2020. En caso del esquema regular, el capital hace referencia al saldo vigente actual del crédito que está representado en un certificado individual garantizado dejado como colateral en la **operación de reporte original**,



En el caso del Perú,
el Banco Central de Reserva
del Perú (BCRP), que implementa la
política monetaria,
**expandió su portafolio de
instrumentos al incluir nuevas
modalidades de operaciones de
inyección de liquidez.**



mientras que en el esquema especial corresponde al saldo vigente del crédito que conforma el certificado de participación dejado como colateral en la operación de reporte original.

Por su parte, los intereses son aquellos generados cuando el certificado individual¹ o certificado de participación² se encontraba como colateral de una operación repo original con el BCRP a un costo de 0,50%. Una vez realizada las cancelaciones, las EP podrían realizar la reprogramación del crédito, ya sea bajo una **nueva operación de reporte** con el BCRP o una reprogramación con fondos propios.³ Si las EP optan usar recursos propios para reprogramar los créditos, la tasa de interés será la original más un margen adi-

cional que no debe exceder 0,25% y que será utilizado para cubrir el costo de reprogramación y el mayor costo de fondeo de las EP. Si estas entran a una nueva operación de reporte con el BCRP, la tasa a aplicar será la original más un margen establecido por el BCRP que varía de acuerdo con el porcentaje de cobertura que se le asignó al crédito inicialmente. La tasa aplicada a la operación de reporte seguiría en 0,50%.

Implementación y operatividad

Las nuevas operaciones de reporte se realizaron acorde con la Circular N.º 0017-2020-BCRP bajo la modalidad de reprogramación. La operatividad de ambas modalidades se detalla en el Cuadro 1.

CUADRO 1 ■ **Reprogramación de créditos garantizados bajo el programa Reactiva Perú con operaciones repo del BCRP y con fondos de la EP.**

	Reprogramación con operación repo del BCRP	Reprogramación con fondos de la EP*
Emisión de certificados reprogramados	<ul style="list-style-type: none"> La EP solicita a Cofide la emisión de los certificados individuales reprogramados garantizados (esquema regular) o los certificados de participación reprogramados garantizados (esquema especial). Cofide envía información de la emisión de garantías a la EP. 	
Solicitud de reprogramación	<ul style="list-style-type: none"> La EP envía una solicitud al BCRP bajo las condiciones de la convocatoria vigente. Aprobada la solicitud de reprogramación (Etapa de negociación) denominada en el periodo "t", la liquidación de la operación de reporte asignada a la reprogramación se hará en 5 días hábiles posteriores ("t+5"). El BCRP informa a Cofide sobre las operaciones negociadas. 	No hay negociación de una nueva operación de reporte.
Reprogramación	<ul style="list-style-type: none"> Cofide ingresa a la Base BCRP, vía el Sistema de Interconexión Bancaria-File Transfer Protocol (SIBFTP), la emisión de certificados reprogramados correspondientes a la nueva operación de reporte. El día de la liquidación de la nueva operación repo, la EP (esquema regular) o Cofide (esquema especial) envían los reportes semanales de las operaciones repo originales identificando cada crédito que se reprogramará. Además, dichos créditos son colocados con saldo pendiente de pago igual a cero. 	<ul style="list-style-type: none"> La EP (esquema regular) o Cofide (esquema especial) envían los reportes semanales de las operaciones repo originales identificando cada crédito que se reprogramará. Además, dichos créditos son colocados con saldo pendiente de pago igual a cero.
	<ul style="list-style-type: none"> El BCRP procede a realizar la valorización de la cartera, de acuerdo con lo especificado en el artículo 4 de la Circular N.º 0017-2020-BCRP, y, posteriormente, realiza los cargos correspondientes a las cuentas de la EP. El BCRP comunica a la EP que debe ingresar el anexo de liquidación, es decir, el archivo con información del colateral de la nueva operación repo asociada a los créditos a reprogramar vía el SIBFTP. En el SIBFTP se verifica que los datos del "anexo de liquidación" sean consistentes de la siguiente manera: <ul style="list-style-type: none"> (i) que los créditos identificados en la operación de reporte original estén previamente cancelados, es decir, que se haya realizado el proceso de valorización; (ii) que los datos registrados por la EP sean iguales a la emisión de certificados individuales o de participación reprogramados de Cofide en cada operación repo; y (iii) que los créditos registrados cumplan con las condiciones establecidas en la Negociación, entre ellos, el margen establecido por el BCRP en relación con la tasa de interés del crédito. Si todo es conforme, el BCRP procede a enviar el contrato específico de la nueva operación repo a la EP. Posterior a ello se realiza el desembolso de la nueva operación de reporte. 	No hay liquidación de una nueva operación de reporte.

* ARTÍCULO 2 DEL DU 026-2021: "LOS CRÉDITOS REPROGRAMADOS POR LAS EMPRESAS DEL SISTEMA FINANCIERO (ESF) CUENTAN CON LA GARANTÍA DEL GOBIERNO NACIONAL DE ACUERDO CON LOS PORCENTAJES DE COBERTURA ESTABLECIDOS EN EL MARCO DEL DECRETO LEGISLATIVO N° 1455, POR EL PAGO INSOLUTO DEL CAPITAL, AUN CUANDO NO SE UTILICEN EN OPERACIONES CON EL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ (BCRP)".

FUENTE: BCRP.

¹ Esquema regular, dado que para cada crédito individual existe la emisión de un certificado individual único.

² Esquema especial, dado que un conjunto de créditos conforma un certificado de participación.

³ Reglamento operativo para la reprogramación de créditos del programa Reactiva Perú.

Resultados

El 28 de febrero del 2022 se anunció el cierre de la convocatoria de las Operaciones de Reporte de créditos con Garantía del Gobierno Nacional bajo la modalidad de reprogramación para marzo del 2022⁴. Al cierre de la convocatoria, 31 de marzo del 2022, se realizaron un total 424 operaciones de reporte con garantía del gobierno bajo la modalidad de reprogramación, de las cuales 367 operaciones fueron bajo el esquema regular y 57 bajo el esquema especial.

En el Cuadro 2 se presentan el monto total y número de los créditos reprogramados del programa Reactiva Perú por tipo de empresa. Las EP han reprogramado S/ 16 552 millones (monto total de la cartera), que representa un total de 145 770 créditos y donde el 96,6% del saldo reprogramado corresponde al esquema regular. Del monto reprogramado, el BCRP liquidó S/ 15 164 millones (monto total de la cartera multiplicado por el porcentaje de cobertura) mediante las nuevas operaciones de reporte bajo la modalidad de reprogramación. Para los dos esquemas, los bancos fueron los que concentraron el mayor número de reprogramaciones de créditos y el mayor monto reprogramado, ello acorde con la participación que tuvo el sector dentro de las fases 1 y 2 de Reactiva Perú y propio al tamaño relativo que tiene el sector bancario como intermediario financiero en nuestro país.

En cuanto al tipo de empresas que se acogieron a las reprogramaciones, las pequeñas empresas representan el mayor porcentaje del **monto total reprogramado** (32%). Por otro lado, considerando solo el **número de créditos** reprogramados, el mayor porcentaje corresponde a las microempresas (71%). Cabe resaltar que para las micro y pequeñas empresas se reprogramaron un total de 136 590 créditos (94% del total), siendo el sector bancario y las cajas municipales de ahorro y crédito (CMAC) los que tuvieron mayor participación.

Si comparamos el monto liquidado por el BCRP tanto de la cartera reprogramada como de la cartera inicial de Reactiva Perú, cerca del 29% y 34% del esquema regular

y especial respectivamente ha sido reprogramado⁵. Al 30 de noviembre del 2022, de las 424 operaciones reprogramadas se ha amortizado el 22 por ciento.

3. OPERACIONES DE REPORTE BAJO LA MODALIDAD DE REPROGRAMACIÓN DE CRÉDITOS

Ante la llegada de la pandemia del COVID-19, las EP necesitaron introducir mecanismos para mitigar los efectos económicos adversos que estaban ocasionando las restricciones sanitarias sobre el flujo de caja de sus clientes y, en consecuencia, sobre su capacidad de pago. Uno de los mecanismos implementados fue la reprogramación de créditos. Bajo este contexto la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) autorizó a las entidades financieras a reprogramar los créditos de sus clientes al día en sus pagos sin afectar su calificación de riesgo. Para el 5 de junio del 2020, la cartera de créditos reprogramada representaba el 33% del total de cartera del sistema financiero, según datos de la SBS; de esta manera, las EP ampliaban el plazo y/o reducían las tasas de los créditos de sus clientes para así evitar el potencial rompimiento de la cadena de pagos.

El BCRP, acorde con su posición de estímulo monetario y para promover la reducción de tasas de interés a otros sectores, en especial a los créditos ya otorgados de largo plazo, introdujo el 5 de junio del 2020 la modalidad de Operaciones de Reporte con Reprogramación de Cartera de Créditos mediante la Circular N.º 0021-2020-BCRP. Las EP que se adjudicaron una operación bajo esta modalidad se vieron obligadas a cumplir con distintas condiciones⁶, entre las que se encuentran:

- i) Durante la vigencia de la operación de reporte, la tasa de interés aplicable a los créditos reprogramados deberá incorporar una reducción mínima de 200 puntos básicos o 20% de la tasa original; la que resulte en la reducción más alta.

CUADRO 2 | Créditos reprogramados del Programa Reactiva Perú a través de operaciones de reporte con el BCRP (DU 026-2021) (Montos en millones de soles)

Tipo de empresa ^{1/}	Bancos		Financieras		CMAC		CRAC		Total			
	Monto reprogramado	# Créditos	Monto reprogramado	# Créditos	Monto reprogramado	# Créditos	Monto reprogramado	# Créditos	Monto reprogramado	Part. %	Monto reprogramado	Part. %
Micro 0 a 150 UIT	2 753	67 560	19	1 386	732	31 594	51	2 316	3 556	21	102 856	71
Pequeña >150 <=1 700	5 160	31 446	4	158	178	2 028	35	102	5 377	32	33 734	23
Mediana >1 700 <=2 300	2 417	6 812	0	1	41	128	1	2	2 459	15	6 943	5
Gran >2 300	5 141	2 217	-	-	18	17	2	3	5 161	31	2 237	2
Total	15 471	108 035	23	1 545	969	33 767	89	2 423	16 552		145 770	

^{1/} TIPO DE LA EMPRESA SIGUIENDO EL CRITERIO DEL MONTO DE VENTAS CON REFERENCIA A LA UIT.
FUENTE: BCRP.

⁴ Se recibirían excepcionalmente solicitudes fuera de fecha debidamente justificadas.
⁵ En total para las fases I y II de Reactiva Perú, el BCRP desembolsó S/ 50 534 millones y S/ 1 663 millones para el esquema regular y especial, respectivamente.
⁶ El total de condiciones engloba las mencionadas en la Circular N.º 0021-2020-BCRP, el anuncio de la convocatoria de las operaciones de reporte y condiciones adicionales que requiera el BCRP a la EP.

- ii) Reprogramar carteras de créditos de sus clientes o cartera comprada a otras EP, por un monto por lo menos equivalente a lo desembolsado en su cuenta corriente por la operación de reporte.
- iii) La tasa de interés, luego de la vigencia de la operación de reporte, no debe exceder a la tasa de interés original del crédito.

Por otro lado, esta modalidad podría realizarse con Operaciones de Reporte con Cartera de Créditos Representada en Títulos Valores⁷ (Circular N.º 0033-2020-BCRP), Operaciones de Reporte con Valores a cambio de Moneda Nacional⁸ (Circular N.º 0016-2020-BCRP) y Operaciones de Reporte de Moneda⁹ (Circular N.º 002-2015-BCRP).

Implementación y operatividad

Dado que las Operaciones de Reporte con Cartera de Créditos Representada en Títulos Valores, Operaciones de Reporte con Valores a cambio de Moneda Nacional y Operaciones de Reporte de Moneda se rigen por circulares que ya se encontraban establecidas y, por ende, contaban con un flujo operativo establecido, las infraestructuras financieras administradas por el BCRP estaban preparadas para recibir operaciones de reporte en la modalidad de reprogramación bajo dichas circulares. Por lo tanto, luego de emitida la Circular N.º 0021-2020-BCRP, el Banco Central anunció la convocatoria para Operaciones de Reporte con Re-



El BCRP, acorde con su posición de estímulo monetario y para promover la reducción de tasas de interés a otros sectores, en especial a los créditos ya otorgados de largo plazo, **introdujo el 5 de junio del 2020 la modalidad de Operaciones de Reporte con Reprogramación de Cartera de Créditos mediante la Circular N.º 0021-2020-BCRP.**



programaciones de Carteras de Créditos, cuya primera liquidación se realizó el 15 de julio del 2020. En el Cuadro 3 se presenta la operatividad.

CUADRO 3 ■ Operaciones de Reporte bajo la modalidad de Reprogramación de créditos

Negociación	<ul style="list-style-type: none"> • El BCRP realiza la convocatoria para operaciones bajo la Circular N.º 0021-2020-BCRP. • La EP solicita al BCRP, bajo las condiciones de la convocatoria vigente y vía una operación directa, una Operación de Reporte de Valores o de Cartera de Créditos Representada en Títulos Valores o de Moneda, la cual se realizará bajo la modalidad de reprogramación de créditos. • Se establecen el monto, fecha de liquidación, duración de la operación y otras características propias del tipo de operación de reporte solicitada.
Liquidación	<ul style="list-style-type: none"> • El participante envía una declaración jurada (DJ) con la lista de créditos reprogramados. • El BCRP revisa que la lista de créditos cumpla con las condiciones establecidas. • Posterior a ello, el participante traslada el colateral correspondiente, los cuales pueden ser: <ul style="list-style-type: none"> (i) Para repo Moneda MN: Moneda extranjera. (ii) Para repo Valores: Títulos valores representativos de deuda negociables y de primera calidad y otros que determine el BCRP. (iii) Para repo Cartera: Cartera de Créditos representados en títulos valores (pagarés, letras o en otros títulos valores que acepte el BCRP). Se debe mencionar que los créditos reprogramados mencionados en la DJ pueden ser incluidos como colateral si cumplen con las condiciones estipuladas en la Circular N.º 0033-BCRP-2020. • En caso de las Operaciones de reporte con Cartera de Créditos Representada en Títulos Valores, el colateral se registra vía SIBFTP; en el caso de Repo Moneda MN, el traspaso de colateral se da al realizar el cargo a la cuenta corriente en moneda extranjera de la EP, mientras que para los Repo Valores se realiza la transferencia temporal de la propiedad de estos a favor del BCRP. • Posterior a la confirmación del traspaso de colateral se envía el contrato específico a la EP y luego se procede con la liquidación de la operación repo (desembolso de fondos). Con estos fondos, las EP reprograman créditos de sus clientes cumpliendo con las condiciones establecidas.

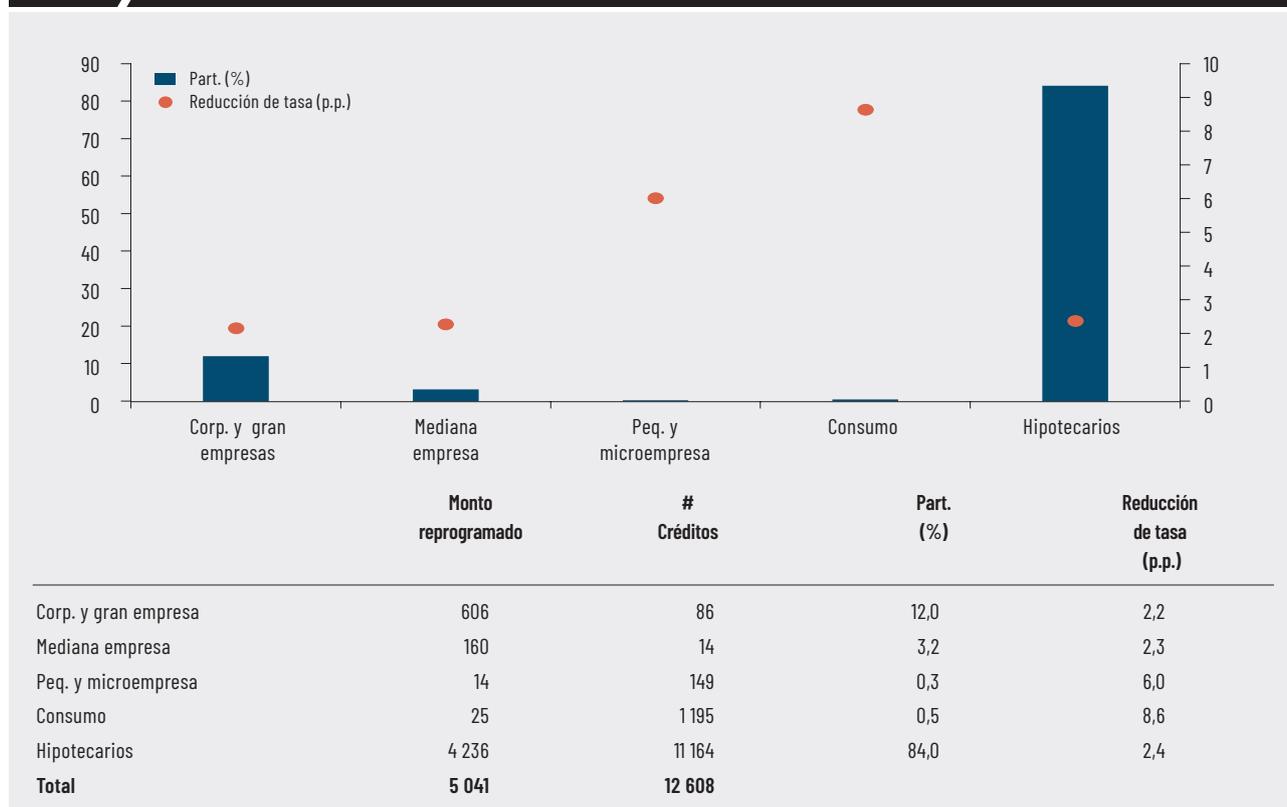
FUENTE: BCRP.

⁷ Las entidades participantes (EP) venden carteras de créditos representadas en títulos valores al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), reciben moneda nacional (monto de la venta) y se obligan, en el mismo acto, a recomprar estas carteras en una fecha posterior, contra el pago de moneda nacional (monto de la recompra).

⁸ Las entidades participantes (EP) venden valores al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), reciben moneda nacional (monto de la venta) y se obligan, en el mismo acto, a recomprar estos valores en una fecha posterior, contra el pago de moneda nacional (monto de la recompra).

⁹ Las entidades participantes (EP) venden moneda extranjera (repo Moneda MN) o nacional (repo Moneda ME) al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) a cambio de moneda nacional (repo Moneda MN) o extranjera (repo Moneda ME) y se obligan, en el mismo acto, a recomprar la moneda vendida en una fecha posterior.

GRÁFICO 1 ■ Resultados de las operaciones de reporte bajo la modalidad de reprogramación de créditos (Circular N.º 0021-2020-BCRP) (Montos en millones de soles)



FUENTE: BCRP.



En el año 2020 se tenía previsto que la segunda fase de Reactiva Perú terminara en las primeras semanas de diciembre, con lo cual se esperaba **una desaceleración en la colocación de créditos y, por ende, un menor estímulo de la política monetaria, que en esos momentos tenía un carácter expansivo.**



Resultados

Estas operaciones se realizaron hasta el 05 de octubre del 2021. En el Gráfico 1 se presentan los resultados de esta modalidad. Como se observa, en total las EP se comprometieron a reprogramar créditos por un monto total de S/ 5 041 millones de soles, siendo el sector hipotecario el que tuvo mayor participación con un 84% del total de créditos reprogramados.

Mediante estas operaciones de reporte, el BCRP proveyó liquidez por un total de S/ 4 886 millones (monto reprogramado multiplicado por el *haircut* asignado a los colaterales). De esta manera, las EP reprogramaron más de 12 mil créditos. El 86,7% del monto que se comprometieron a reprogramar se realizó bajo operaciones de reporte de cartera de créditos representados en títulos valores y el restante bajo operaciones de reporte con valores. De esta forma, se realizaron 66 operaciones de reporte de cartera y 15 operaciones de reporte con valores.

El sector con mayor reducción de tasa fue el de consumo, 8,6 p.p. (puntos porcentuales) en promedio, seguido de la pequeña y microempresa, 6 p.p. en promedio. Cabe destacar que los créditos que habían sido otorgados bajo el programa Reactiva Perú no podían ser incluidos en esta modalidad, es decir, no se podía reprogramar un crédito que ya estuviera asociado a una operación de reporte bajo la Circular N.º 0017-2020-BCRP; por lo tanto, se buscaba abar-

car a otro tipo de créditos y expandir el número de reprogramaciones a otros sectores con créditos de largo plazo, como el sector hipotecario.

4. OPERACIONES DE REPORTE BAJO LA MODALIDAD DE EXPANSIÓN DE CRÉDITO

En el año 2020 se tenía previsto que la segunda fase de Reactiva Perú terminara en las primeras semanas de diciembre, con lo cual se esperaba una desaceleración en la colocación de créditos y, por ende, un menor estímulo de la política monetaria, que en esos momentos tenía un carácter expansivo. Dado este escenario, el BCRP introdujo las Operaciones de Reporte Condicionadas a la Expansión del Crédito a Largo Plazo¹⁰, el 21 de diciembre del 2020, mediante la Circular N.º 0036-2020-BCRP, para inducir la reducción de tasas de interés de mayor plazo y la expansión de crédito al sector privado, tanto de empresas como de familias.

Dicha circular establece que “las EP podrán participar de esta modalidad si se comprometen a expandir sus créditos de largo plazo de modo que el incremento de estos sea por los menos equivalente a la **suma del monto vigente de las operaciones de Reporte**”. Esta condición es evaluada trimestralmente por el BCRP durante el periodo de evaluación¹¹. Por otro lado, se considera “expansión de crédito a largo plazo” al monto acumulado de los nuevos créditos a empresas e hipotecarios en moneda nacional con plazo mayor o igual a 3 años otorgados por la EP a partir del 1 de enero de 2021¹².

Implementación y operatividad

El anuncio de las operaciones se realizó el 30 de diciembre del 2020, fecha en que se establecieron los plazos, tasa de interés, monto mínimo de la operación, entre otros. La operatividad se presenta en el Cuadro 3.



Ante la llegada de la pandemia del COVID-19, las EP necesitaron introducir **mecanismos para mitigar los efectos económicos adversos que estaban ocasionando las restricciones sanitarias sobre el flujo de caja de sus clientes y, en consecuencia, sobre su capacidad de pago.**



Resultados

Estas operaciones se realizaron hasta el 29 de diciembre del 2021. El Gráfico 2 presenta el saldo vigente de las operaciones de reporte bajo la modalidad de expansión de crédito al cierre de la convocatoria. La primera operación adjudicada bajo esta modalidad fue negociada y desembolsada en enero del 2021. Al cierre de la convocatoria, en di-

CUADRO 3 Operaciones de Reporte bajo la modalidad de Expansión de crédito

Negociación	<ul style="list-style-type: none"> El BCRP realiza la convocatoria para operaciones bajo la Circular N.º 0036-2020-BCRP. La EP solicita al BCRP, bajo las condiciones de la convocatoria vigente y vía una operación directa, una Operación de reporte de Valores o de Cartera de Créditos Representada en Títulos Valores o de Moneda, la cual se realizará bajo la modalidad de expansión de créditos. Se establecen el monto, duración de la operación y otras características propias del tipo de operación de reporte solicitada.
Liquidación	<ul style="list-style-type: none"> La liquidación se realiza al día siguiente hábil de la negociación (“t+1”). Previo o hasta el día de liquidación, el participante traslada el colateral correspondiente al tipo de operación de reporte que solicitó. Posterior a la confirmación del traspaso de colateral se realiza el envío del contrato específico a la EP y luego se procede con la liquidación de la operación repo (desembolso de fondos).
Revisión periódica	<ul style="list-style-type: none"> La EP envía información al BCRP sobre el monto de la expansión del crédito a largo plazo durante el periodo de evaluación. Además, la EP tendrá que reportar el saldo (desembolsos netos de amortizaciones y precancelaciones) de los créditos desembolsados bajo esta modalidad, así como los desembolsos del periodo. La condición de que la EP debe expandir sus créditos de largo plazo de modo que el incremento de estos sea por lo menos equivalente a la suma del monto vigente de las operaciones de reporte se evalúa al cierre de cada trimestre.

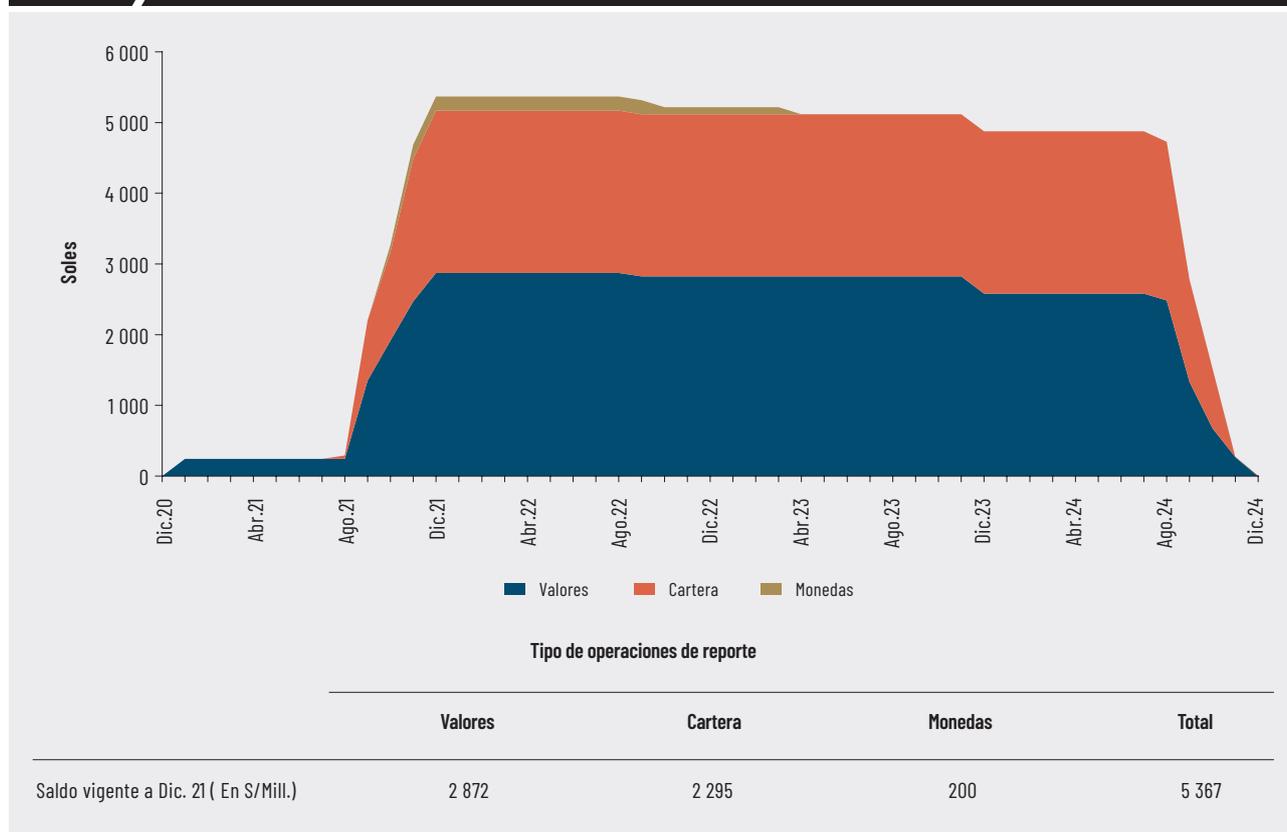
FUENTE: BCRP.

¹⁰ De plazos que van de 1 a 3 años.

¹¹ El periodo de evaluación es indicado en la convocatoria respectiva.

¹² Circular N.º 0036-2020-BCRP.

GRÁFICO 2 ■ Saldo vigente de las operaciones de reporte bajo la modalidad de expansión de crédito (Circular N.º 0036-2020 BCRP)



FUENTE: BCRP.



Las restricciones impuestas para hacer frente a la pandemia del COVID-19 **afectaron la capacidad de pago de los agentes económicos y generaron incertidumbre ante el posible quiebre de la cadena de pagos.**



ciembre del 2021, se tuvo un saldo total vigente de S/5 367 millones: S/200 millones en repo de monedas, S/ 2 295 millones en repo de cartera y S/ 2 872 millones en repo de valores. Con esto, las EP se comprometieron a expandir sus créditos por un monto, por lo mínimo, de S/ 5 367. Las operaciones bajo esta modalidad se negociaron a un plazo promedio de 3 años, y asumiendo que no se realicen prepagos anticipados en las operaciones repo, la expansión del crédito será hasta mediados de diciembre del 2024.

5. CONCLUSIONES

Las restricciones impuestas para hacer frente a la pandemia del COVID-19 afectaron la capacidad de pago de los agentes económicos y generaron incertidumbre ante el posible quiebre de la cadena de pagos. Ante ello, las medidas para apoyar el flujo de créditos a la economía se basaron en la inyección de liquidez por parte del BCRP a través de modalidades innovadoras de operaciones de reporte, como las que se discuten en este artículo, que incrementaron la efectividad y eficiencia en la transmisión de la política monetaria del BCRP, y evitaron el rompimiento de la cadena de pagos.

L

volatilidad del consumo privado y la Encuesta Nacional de PRESUPUESTOS FAMILIARES

CÉSAR CARRERA* Y SAMANTHA GUILLÉN**



* Especialista, Departamento de Indicadores del Gasto Agregado, Empleo y Remuneraciones del BCRP
cesar.carrera@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Indicadores del Gasto Agregado, Empleo y Remuneraciones del BCRP
samantha.guillen@bcrp.gob.pe

El desvío del consumo de las familias con respecto al consumo promedio en una economía permite identificar el efecto diferenciado entre distintos hogares de un choque al consumo. Así, se estima la volatilidad del gasto de consumo privado por deciles de grupos poblacionales, con base en la Enapref. En este artículo se muestran dichos resultados. Se encuentra que el gasto es más volátil en la parte superior de la distribución, sin embargo, el primer decil es también bastante volátil. Ello sugiere un comportamiento heterogéneo de las familias en lo que respecta a su consumo de bienes y servicios.

La volatilidad del consumo es usualmente importante porque permite estimar el desvío del consumo con respecto a una medida de tendencia central a lo largo del tiempo. Sin embargo, también puede indicar el desvío del consumo de las familias con respecto al consumo promedio en una economía, en un determinado periodo de tiempo. Esta última medición de volatilidad permite identificar el efecto diferenciado entre distintos hogares de un choque que modifique el consumo promedio.

Cabe mencionar que el consumo privado es el componente más importante del PBI en la mayoría de los países. En el Gráfico 1 se presenta la participación del consumo en el PBI para un grupo de países, para los años 2019 y 2021. En promedio, el consumo de estos países representa entre 58 y 59 por ciento del PBI, en tanto que en Perú es aproximadamente el 65 por ciento.

En la literatura económica, el estudio del consumo se enfoca en un agente representativo y se asume que las familias reaccionan de manera muy similar ante algún evento inesperado. A partir de estos estudios, se ha desarrollado el enfoque de agentes heterogéneos en el cual las familias responden de manera diferenciada cuando ocurre un evento inesperado. Por ejemplo, en Arifovic y otros (2010), las familias deben decidir si alinean sus expectativas de inflación a las del banco central o utilizar un proceso de formación adaptativo, en tanto que en Granier (2008) se distinguen dos tipos de familias: (i) aquellas que adquieren nuevas habilidades (capital humano) mediante educación, y (ii) aquellas que mantienen el conjunto de habilidades iniciales.



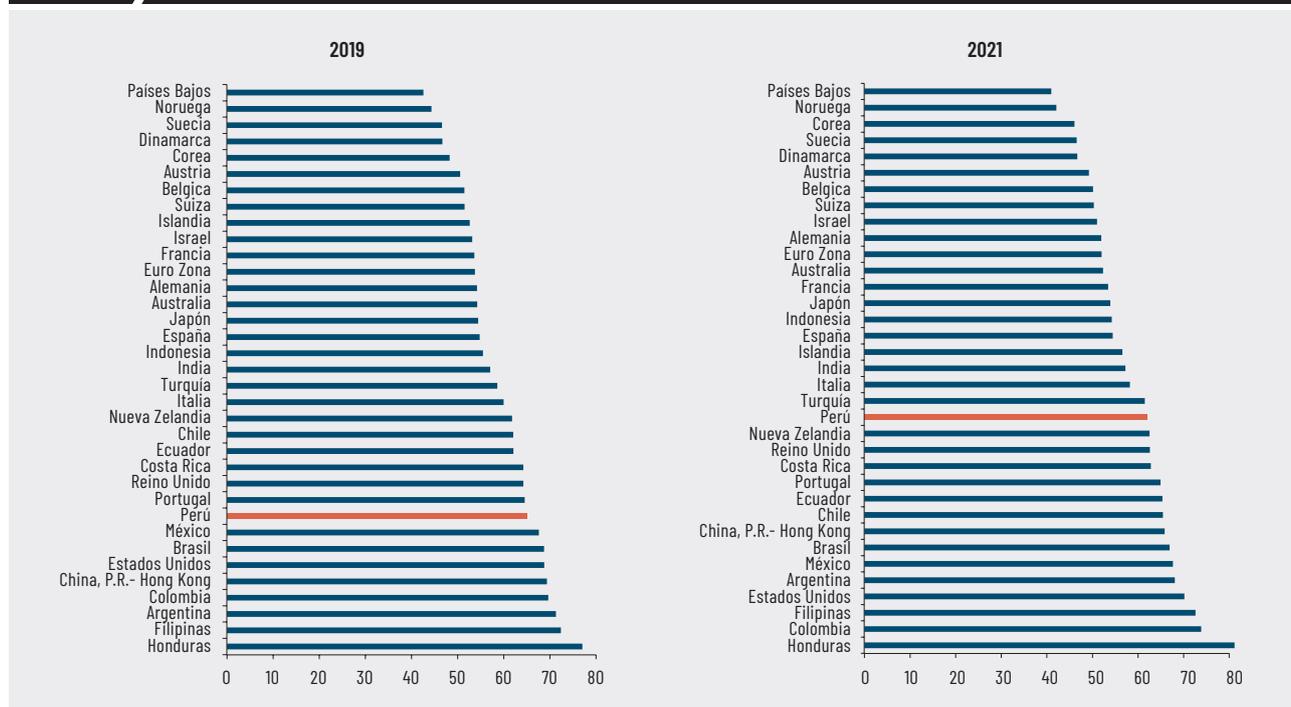
Una de las ventajas de las encuestas cuando estas se usan para medir el consumo privado es que permiten estimar la volatilidad del gasto que realizan diversos grupos de consumidores.



El uso de una u otra forma de modelación depende de los objetivos y la estrategia del investigador.

En el lado empírico, la Tabla Insumo Producto reporta la mejor estimación hecha del gasto de las familias en cada país (ver Carrera, 2017). Sin embargo,

GRÁFICO 1 ■ Consumo privado como porcentaje del PBI



NOTA: EL CONSUMO PRIVADO Y EL PBI ESTÁN MEDIDOS EN TÉRMINOS REALES, EN LA MONEDA DE ORIGEN.
FUENTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS-IMF DATA.

también se puede aproximar esta variable agregada a partir de las encuestas llevadas a cabo a diversas muestras de hogares (ver De Giorgi & Gambetti, 2017).

EL CONSUMO PRIVADO Y LAS ENCUESTAS

En el Perú, las dos encuestas más importantes para medir el consumo son (i) la Encuesta Nacional de Hogares (Enaho) y (ii) la Encuesta Nacional de Presupuestos Familiares (Enapref). La Enaho tiene la ventaja de ser una encuesta que se realiza con una mayor frecuencia, es decir, cada trimestre se tiene los resultados de una nueva encuesta, con un rezago de 75 días. Por su parte, la Enapref se realiza con un mayor rezago (las dos últimas fueron del 2008 y 2019), pero tiene una mejor cobertura de los bienes y servicios que consumen las familias, y ello se refleja en que esta encuesta es la base para la estimación del índice de precios al consumidor (IPC).

Con los datos de Enapref del año 2019 y 2020, se estimó el gasto de consumo de las familias de Lima Metropolitana y se separó por deciles. En el Gráfico 2 se presenta la participación del gasto mensual para el total de los hogares (Total) y para aquellos hogares que tienen el nivel más bajo de consumo (Decil 1). Las familias de menores ingresos tienden a gastar una menor parte de su presupuesto en educación y una mayor parte en alimentos y bebidas no alcohólicas, con respecto a los otros grupos familiares. Este resultado está en línea con el trabajo de Granier (2008).

VOLATILIDAD DEL CONSUMO

Una de las ventajas de las encuestas cuando estas se usan para medir el consumo privado es que permiten estimar la volatilidad del gasto que realizan diversos grupos de consumidores. Dada la amplitud en la cobertura de bienes y servicios consumidos, la Enapref puede estimar mejor el gasto de las familias. Una manera de aproximarlos es dividir a los hogares en deciles,

según el nivel de consumo que reportan en las encuestas, y luego calcular un estadístico de dispersión de datos con respecto a una medida de tendencia central (como la desviación estándar) para el dato de consumo de todas las familias que componen cada decil.

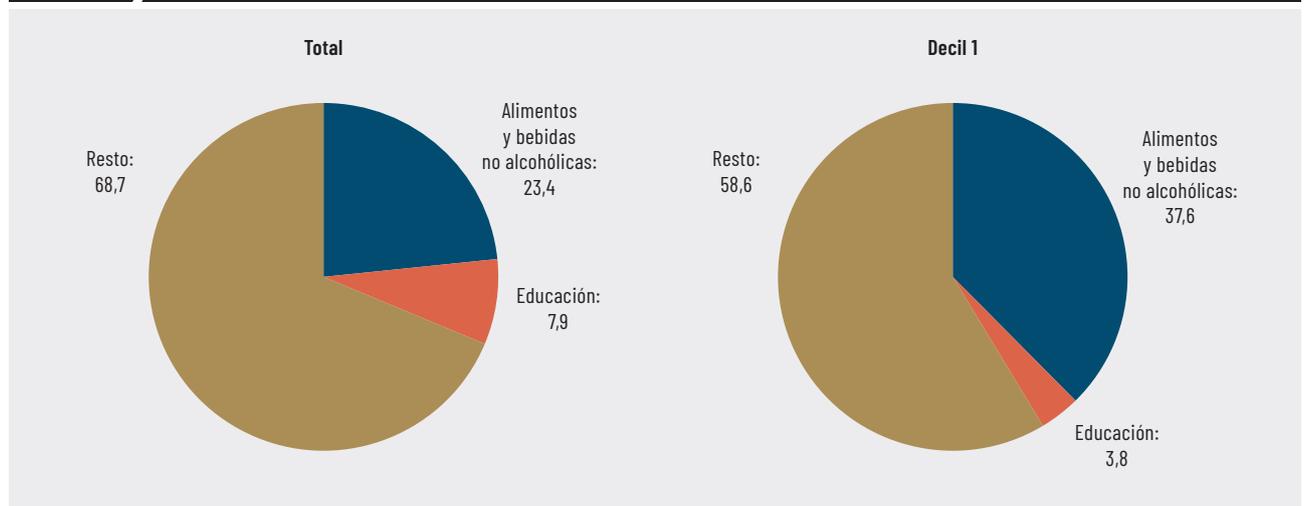
En particular, la medición de la volatilidad del gasto para distintos grupos de consumidores es importante porque permite tomar en cuenta la posible reacción en términos de dinero desembolsado de cada uno de los grupos ante un mismo evento. En tal sentido, estimar la volatilidad de cada grupo permite capturar la heterogeneidad en la respuesta de las familias.

En el Cuadro 1 se presentan los resultados de la Enapref del periodo 2019-2020. En general, el gasto promedio per cápita está en el orden de los S/ 845, con una desviación estándar de S/ 810. El primer decil (o el más bajo en términos de consumo) gasta en promedio S/ 271 al mes por miembro del hogar, en tanto que el decil más alto tiene un gasto promedio de S/ 1 742 al mes. Cabe destacar que la desviación estándar del primer decil es S/ 48, con lo cual las familias de este decil concentran su gasto entre S/ 208 y S/ 304 al mes.

En el Cuadro 1 también se presenta el caso de Estados Unidos, el cual está documentado en De Giorgi y Gambetti (2017). Las encuestas empleadas son las de gasto para consumo del Departamento de Estadísticas Laborales de los Estados Unidos (CEX por sus siglas en inglés). No obstante que los métodos de recolección de datos son diferentes, lo notorio es lo volátil que son las "colas" de cada una de las distribuciones.

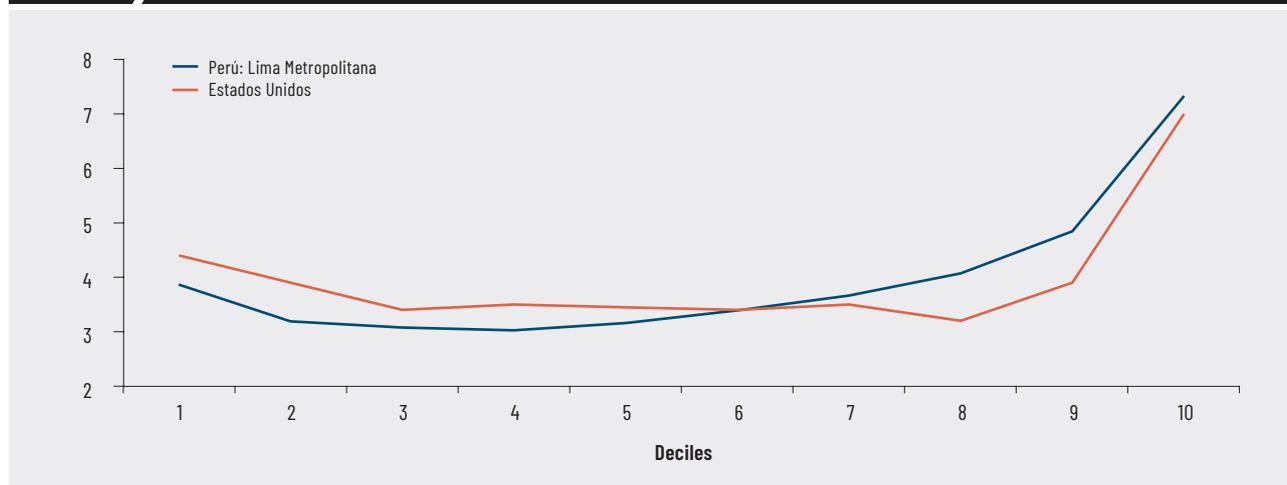
El Gráfico 3 (p. 58) presenta la distribución observada por deciles de la desviación estándar del gasto en consumo privado para el caso de Perú (Lima Metropolitana) y Estados Unidos. En el caso de Perú, la volatilidad del primer decil es alta, baja consistentemente hasta el decil siete y crece hasta alcanzar un máximo en el decil superior de consumo. Para Estados Unidos, los puntos más altos de volatilidad se encuentran en las

GRÁFICO 2 ■ Gasto mensual promedio per cápita de los hogares



FUENTE: ENAPREF 2019.

GRÁFICO 3 ■ Desviación estándar del gasto en consumo privado, por deciles



NOTA: LA DESVIACIÓN ESTÁNDAR ESTÁ MEDIDA EN LOGARITMOS.
FUENTE: ENAPREF 2019 Y DE GIORGI Y GAMBETTI (2017).

CUADRO 1 ■ Distribución del gasto de las familias, por deciles

Decil	Perú: Lima Metropolitana		Estados Unidos	
	Gasto promedio	Desviación estándar	Gasto promedio	Error estándar
1	256	48	882	205
2	363	24	1 344	102
3	440	22	1 670	89
4	511	21	1 969	86
5	587	24	2 274	93
6	681	30	2 611	105
7	795	39	3 017	133
8	965	59	3 572	197
9	1 261	127	4 544	415
10	2 596	1 526	9 690	5 186
Total	845	810	3 157	661

NOTA: EL ERROR ESTÁNDAR ES LA DESVIACIÓN ESTÁNDAR DIVIDIDA POR LA RAÍZ CUADRADA DEL TAMAÑO DE LA MUESTRA DE DATOS.
FUENTE: ENAPREF 2019 Y DE GIORGI Y GAMBETTI (2017).
ELABORACIÓN: PROPIA.

colas de la distribución. De Giorgi y Gambetti (2017) resaltan que la volatilidad del decil superior en Estados Unidos es el doble de cualquier decil de la parte central de la distribución, lo cual es similar al caso de Perú.

CONCLUSIÓN

En este artículo, se estima la volatilidad del gasto de consumo privado por deciles de grupos poblacionales, tomando los resultados de la Enapref. Se encuentra que el gasto es más volátil en la parte superior de la distribución. Sin embargo, el primer decil es también bastante volátil. Ello sugiere un comportamiento heterogéneo de las familias en lo que respecta a su consumo de bienes y servicios, lo cual puede llevar a conductas diferenciadas en presencia de un choque global que afecte a todas las familias por igual.

REFERENCIAS:

- Arifovic, J., Dawid, H., Deissenberg, C., y Kostyshyna, O., (2010). Learning benevolent leadership in a heterogenous agents economy. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 34, 1768-1790.
- Carrera, C. (2019). *Estimación del Consumo a partir de sus Componentes Principales en la Tabla Insumo-Producto*. Working Papers 2019-004, Banco Central de Reserva del Perú.
- De Giorgi, G., y Gambetti L. (2017). Business cycle fluctuations and the distribution of consumption. *Review of Economic Dynamics*, 23, 19-41.
- Greiner, A., (2008). Fiscal policy in an endogenous growth model with human capital and heterogenous agents. *Economic Modelling*, 25(4), 643-657.



PERSPECTIVAS DE UNA COLECCIÓN

PINTURAS Y MOBILIARIO EN TRUJILLO, AREQUIPA Y CUSCO



La historia del Banco Central de Reserva del Perú está vinculada con la protección del patrimonio cultural del país, a través de sus colecciones protegidas en espacios como el Museo Central y su red descentralizada, o en sus sucursales ubicadas en Arequipa, Cusco y Trujillo. En dicho sentido, en las siguientes páginas se presentan un conjunto de obras albergados en dichos espacios, y que destacan tanto por la técnica artística bajo la que fueron concebidas como por su carga histórica y cultural.



JAIME MARIAZZA

Doctor en Historia del Arte

jmariazaf@unmsm.edu.pe

Entre las colecciones de bienes muebles pertenecientes al patrimonio nacional que se encuentran en instituciones públicas, la colección del Museo Central (MUCEN), la red de museos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), es, tal vez, la más completa que existe en lo que se refiere a calidad y número de piezas. Cubre un periodo que va desde fines del siglo XVI al siglo XX, con una variedad grande de obras como pinturas, esculturas de diversos materiales, muebles, platería, tejidos y porcelana, entre otros tipos. Posee, igualmente, una importante cantidad de bienes de época prehispánica y otros de origen europeo, especialmente obras francesas del periodo romántico que fueron incorporadas al museo por donación de antiguos beneficiarios. El mayor número de obras se concentra en la casa Urquiaga (sucursal Trujillo), en las casas Bustamante y Goyeneche (sucursal Arequipa), en las oficinas de la sucursal Cusco y, en Lima, en el local del Museo Central, en las oficinas administrativas de la sede principal del BCRP, en la Casa Nacional de la Moneda y en el MUCEN Numismático (Lima). Para los propósitos del presente artículo, nos ocuparemos de examinar algunas piezas patrimoniales de la colección del BCRP que se encuentran en Cusco, Trujillo y Arequipa, cuyas características justifican que se les individualice dentro del conjunto total de obras.

En las oficinas de la sucursal del BCRP en la ciudad de Cusco, por ejemplo, se tiene un grupo de pinturas de muy alta calidad que no hacen sino corroborar las cono-

cidas virtudes de los maestros cusqueños virreinales en lo que se refiere al dibujo, color, perspectiva, texturas y empleo del claroscuro, así como el tema iconográfico representado. En estas telas observamos ciertas novedades peculiares sobre el particular, pocas veces expuestas en otros lienzos con la misma calidad y perfección técnica.

En primer lugar, veamos un lienzo de advocación mariana, de fines del siglo XVII, con la imagen de la Inmaculada vestida con túnica blanca y manto azul de bordes brocateados, colores que señalan el significado de pureza espiritual para el primero y sabiduría para el segundo, respectivamente. Se encuentra acompañada por los símbolos de sus letanías, sostenidos por angelitos dispuestos a ambos lados de la tela. Tiene aureola de estrellas y rayos de luz que asoman por detrás de la cabeza, y se halla de pie sobre nubes y sobre la luna en cuarto menguante. Lleva las manos en oración sobre el lado izquierdo del pecho y gira la cabeza levemente hacia el lado opuesto. La imagen de María está fuertemente contrastada sobre un fondo de luz dorada, color que desde la Edad Media es una alegoría del espíritu de Dios Padre. La presencia de dos árboles en el referido espacio, un ficus y un ciprés, alude simbólicamente a la fugacidad de la vida terrenal y a la eternidad de la vida espiritual que se adquiere a través de María. Ambos aparecen sobre un fondo de luz al atardecer cuya textura denota el trabajo virtuoso de un artista de mano firme y experimentada (**Imagen 1**).

Hemos empleado un esquema descriptivo de la composición para señalar dos puntos: el aspecto simbólico de la obra y la riqueza conceptual que cada símbolo encierra. De esta manera podemos comprender mejor cómo, a través de la iconografía e iconología, la pintura revela el pensamiento del grupo humano en el cual esta nace. Adicionalmente, nos gustaría resaltar el aspecto técnico de esta pintura en el cual adivinamos la influencia de la escuela del pintor Diego Quispe Tito, según modelos que se conservan de su mano en la iglesia jesuita de Lima y en colecciones privadas del Cusco. Este lienzo ejemplifica la trascendencia que tuvo el mencionado maestro como autor de obras religiosas y otras de carácter naturalista que marcaron una época y una tendencia dentro de la pintura andina virreinal. Por estar asociada al mencionado maestro cusqueño, y por ser dicho pintor el que posiblemente ejerció una mayor influencia sobre los de su generación, esta pintura resalta el espíritu místico y, a la vez, el tratamiento naturalista del paisaje que aparece en la parte baja del lienzo, elementos que, a mi entender, establecen una fuerte conexión con Diego Quispe Tito. Esta relación es un argumento que puede ser usado para un futuro trabajo de investigación que ayude a ampliar el catálogo del pintor y revalore esta Inmaculada en el conjunto de la colección.

Desde finales del siglo XVII y durante todo el siglo siguiente, el virreinato peruano se vio sacudido por rebeliones y levantamientos que periódicamente surgían a causa de las condiciones de vida de una gran parte de la población local. Este clima de inconformidad, que alcanzó también a la producción plástica, originó



Imagen 1

ciertas respuestas de parte de las autoridades que esperaban enviar así un mensaje subliminal para frenar los argumentos que propiciaban una ideología contra el desempeño de las autoridades foráneas en estas tierras. Conservamos algunas obras que los expertos consideran como una llamada a la conciliación hecha desde los estamentos políticos y religiosos a la población en forma de pinturas, cuyos temas señalan la intención de mostrar las imágenes de los antiguos reyes de Cusco y aquellas de la Casa de Austria y luego de los Borbones como una sola línea de gobierno continua; claro mensaje disuasorio dirigido a los sectores rebeldes. Así, temas como el *Matrimonio de la Ñusta* o los retratos en grupo de reyes cusqueños y reyes españoles representados en orden cronológico inducen a la comprensión del tema pictórico como la unión natural de Europa y América.

Como un diálogo de imágenes que se hizo popular en el siglo XVIII, ciertos sectores andinos desarrollaron el motivo iconográfico del degollado a partir de los dibujos de Guamán Poma de Ayala y el mito de Inkarrí, que, convertido en la esperanza mesiánica de la población india, defiende la idea de la reconstrucción del antiguo imperio de Cusco y la expulsión de los extranjeros. De los temas pintados en estos años de intenso malestar político, la pinacoteca del BCRP en Cusco posee dos valiosos ejemplares titulados *La Defensa de la Eucaristía*, tema iconográfico que compromete a las autoridades del virreinato en la defensa del credo católico (**Imagen 2**) y, por ende, en la defensa del *statu quo* imperante. La primera pintura nos muestra como eje de la composición una custodia ubicada sobre una columna que, a su vez, se apoya en un globo terráqueo y en el cetro y la corona de los reyes españoles. Desde el lado izquierdo de la tela, un grupo de infieles vestidos como soldados musulmanes trata de derribarla con cuerdas de colores. Del otro lado, acompañado de dos arcángeles, el rey español Carlos II (a veces es su sucesor, Felipe V) acude con espada en mano dispuesto a defenderla. En la parte superior de la tela se tiene a la Trinidad en la que Cristo y el Padre Eterno lucen una figura y rostros similares, y en el centro, sobre el sol de la custodia, se ubica la imagen del Espíritu Santo, como una suerte de confirmación del carácter sagrado de la política real española de luchar permanente y enérgicamente contra todo aquello que ponga en peligro la continuidad del credo católico.

El otro cuadro de la *Defensa de la Eucaristía* nos presenta una variante que no habíamos visto hasta hoy (**Imagen 3**). Esta vez es el rey Felipe V quien, acompañado de dos arcángeles y un león cuyo rostro asoma en la esquina inferior derecha, acude a defender al símbolo de la Iglesia contra el ataque de los musulmanes. Esta vez la custodia, rodeada por hachones de luz, aparece sobre un altar escalonado, en un suelo cubierto por una alfombra que luce un patrón decorativo floral. Probablemente se trate de una rosa cuyo simbolismo se asocia tanto a los dolores de la Virgen como a la pasión de Cristo. Vemos, igualmente, un par de ángeles turiferarios a ambos lados de la custodia, mientras un pequeño ángel (de los conocidos como *putti*) sostiene una corona imperial sobre la



Imagen 2



Imagen 3



Imagen 4

cabeza del rey español. En la parte media del cuadro se tiene a la Virgen María y a San José arrodillados y con las manos en oración, acompañados por los santos apóstoles sedentes. En la parte central superior se aprecia a la Trinidad en la forma de tres figuras iguales, en medio de un gran número de ángeles músicos.

Si tenemos en cuenta que los sectores políticos y religiosos del virreinato se apoyaban mutuamente y que ambos constituían los pilares ideológicos del hombre del setecientos americano, y dadas las circunstancias particulares de profunda inquietud política y social que afectaron la vida del virreinato peruano durante dicha centuria, el tema de la *Defensa* resulta ser una verdadera declaración de intenciones por parte del Estado virreinal para frenar las amenazas que se cernían sobre el gobierno y sobre la Iglesia. Igualmente declarativa fue la respuesta que los sectores rebeldes dieron con la eliminación del componente hispano de muchas obras de arte como, por ejemplo, las efigies de los reyes españoles de los cuadros y grabados donde estos figuraban junto a los reyes incas. La creación de obras donde se privilegió únicamente el grupo de monarcas cusqueños y el arte indio con sus propias insignias y símbolos corresponde a uno de los periodos más creativos y de mayor riqueza iconográfica en esta etapa de nuestra historia, cuyos ejemplos quedaron plasmados en los diversos materiales y en las variadas especialidades artísticas desarrolladas por los maestros andinos. Desde este punto de vista, los dos cuadros mencionados y brevemente descritos son un testimonio de la realidad virreinal en dicho siglo y, como tal, valiosos sujetos de estudio y de interpretación histórica.

De igual importancia es un lienzo con la imagen de San Francisco de Asís rescatando almas del Purgatorio (**Imagen 4**). Como se menciona en *Las florecillas de San Francisco*, conocido libro anónimo de origen medieval reimpreso en 1885 por la Biblioteca de la Semana Católica en Madrid, la vida del santo de Asís fue concebida como una emulación de la vida de Cristo. Por tanto, muchas escenas de las vidas de uno y de otro son similares. Por ejemplo, la visitas que ambos hicieron al Purgatorio para



Desde finales del siglo XVII y durante todo el siglo siguiente, el virreinato peruano se vio sacudido por rebeliones y levantamientos que periódicamente surgían a causa de las condiciones de vida de una gran parte de la población local.

Este clima de inconformidad, que alcanzó también a la producción plástica, originó ciertas respuestas de parte de las autoridades que esperaban enviar así un mensaje subliminal para frenar los argumentos que propiciaban una ideología contra el desempeño de las autoridades foráneas en estas tierras.





Imagen 5



Imagen 6



Imagen 7

rescatar a las almas injustamente recluidas allí. En el libro mencionado y en la *Vida Primera de San Francisco de Asís* —cuya primera edición castellana fue publicada bajo la editorial de los Herederos de Juan Gili en Barcelona en 1909—, que tiene su autoría atribuida a Tomás de Celano (1190-1260) por consenso casi unánime, es el propio Cristo quien, luego de la estigmatización, le confiere a Francisco la misión de descender al Purgatorio una vez al año para rescatar de allí a las almas de aquellos hermanos y hermanas que hubieran pertenecido a algunas de las tres órdenes franciscanas. De esta manera, el santo de Asís es retratado aquí en el proceso de liberar a las almas atormentadas, mientras otra se aferra a su cordón con tres nudos; en función de la documentación citada, el tema encuentra así plena justificación. Desde otro punto de vista, el mismo cuadro luce una cartela ovalada, en el ángulo inferior izquierdo de la tela, con una inscripción latina. En ella los franciscanos son llamados hermanos de la Porciúncula, en alusión a la capilla de la Porciúncula, donde se inició el movimiento franciscano. Al finalizar la inscripción, esta dice “para la vida que se pinta en el claustro”, que indica que este cuadro formó parte de un conjunto de lienzos sobre la vida de Francisco. Lo interesante de este comentario es que nos despierta la curiosidad sobre su lugar de procedencia y la serie de la vida del santo a la que pertenecía; elementos a considerar en una futura probable investigación.

Otras pinturas de la colección del BCRP en Cusco forman un grupo de lienzos de muy buena calidad y mantenidos en un excelente estado de conservación, y que hasta la fecha no han merecido comentarios por parte de los investigadores en los actuales estudios de la especialidad. Se trata de cuatro lienzos cuyas características formales y decorativas cubren diversos aspectos de la pintura virreinal andina: i) un Señor de los Temblores (**Imagen 5**) de magnífico dibujo y buena calidad cromática; ii) un San Lorenzo (**Imagen 6**), impresionante retrato del joven diácono sosteniendo sus atributos iconográficos en ambas manos, de pie sobre un fondo de paisaje descrito con minuciosidad y ricos matices de color; iii) un retrato doble con la anunciación a María y la anunciación a San José (**Imagen 7**), que manifiesta el cambio de la pintura andina en su paso del acade-



Imagen 8

micismo a la interpretación del llamado arte popular; y iv) una coronación de la Virgen del Rosario con santos dominicos (**Imagen 8**), cuadro que denota la influencia quiteña en el sur peruano. Sus colores rojo y azul sobre fondo gris azulado constituyen la más genuina producción quiteña, cuya influencia fue dominante en la escena artística desde mediados del siglo XVIII hasta 1790 aproximadamente.

Por su parte, el Museo Central de Arequipa nos ofrece lienzos de innegable mérito sobre los que hemos proyectado idealmente trabajos académicos de investigación y análisis iconográfico y de materiales, así como exposiciones que permitieran ponerlos en valor y darlos a conocer a la comunidad científica, a los especialistas, a estudiantes universitarios de las ramas de



Imagen 9



Imagen 10

historia e historia del arte, y al público en general. De estos lienzos, el más atractivo es, sin duda alguna, *Cristo de la Caída (La Verónica)* (Imagen 9), cuyas características formales lo vinculan con el taller del afamado pintor jesuita e italiano Bernardo Bitti. La relación entre este lienzo y el mencionado maestro fue anunciada ya en 1984, en un libro sobre pintura virreinal editado por el Banco de Crédito del Perú. En virtud del dibujo y del amaneramiento de algunos personajes del cuadro, comenzando por la imagen misma de Cristo, el autor del artículo establece tácitamente, al pie de una foto en blanco y negro y sin ningún otro comentario, la autoría del cuadro. Sin embargo, habría sido de gran utilidad exhibir algún argumento sobre el método seguido por el autor de la monografía que nos lleve a entender que, efectivamente, estamos ante una composición de dicho pintor. Por tanto, el trabajo pendiente sobre este cuadro es realizar una investigación documental en diversos repositorios jesuitas y en el archivo regional, e, igualmente, desarrollar una tarea relacionada con el análisis químico de los pigmentos que hoy luce. Muchos de estos colores, que son repintes antiguos y no tan antiguos, nos permiten especular sobre la posible existencia de una capa pictórica original y subyacente. La composición del Cristo de la Caída con la inclusión de la Verónica nos remite a la pintura italiana del siglo XVI, es decir, aquella pintura denominada manierista, estilo que fue la semilla fundacional de nuestra propia pintura debido a la presencia de tres pintores italianos en Lima entre 1575 y 1600: Mateo Pérez de Alesio, Angelino Medoro y, por supuesto, el propio Bernardo Bitti, quien llegó en 1575, y pintó en diversas iglesias jesuitas del sur peruano y en la audiencia de Charcas. Estuvo activo hasta, aproximadamente, 1611. Después de ese año no contamos con registros, en la documentación publicada y conocida hasta la fecha, de ninguna otra actividad del pintor.

Otro cuadro de esta sede que merece ser destacado es el retrato de cuerpo entero de un santo llamado Eusignio (Imagen 10). Por los rasgos plásticos del retrato y por su acusado tenebrismo, nos recuerda el importante trabajo del pintor Francisco de Zurbarán y el de su taller. Sabemos que Zurbarán pintó una gran cantidad de lienzos para el virreinato peruano, de tal manera que su trabajo se convirtió en una modalidad que los maestros americanos emularon frecuentemente hasta el siglo XIX. Los modelos plásticos que pintores españoles como Ribera, Murillo o el mencionado Zurbarán exportaron a América contribuyeron a afianzar el credo cristiano entre los miembros de la población local. Propiciaron también la aparición de una nueva pintura que fue, gradualmente, reemplazando al manierismo italiano desde mediados del siglo XVII.

San Eusignio es un santo no muy conocido en nuestro medio. Según el tomo VIII del *Año Cristiano de España* (1793), de Joaquín Lorenzo Villanueva, Eusignio fue un antiguo soldado romano convertido al cristianismo bajo el emperador Constantino, y que, a una edad muy avanzada, fue decapitado en la ciudad de Antio-



Imagen 11

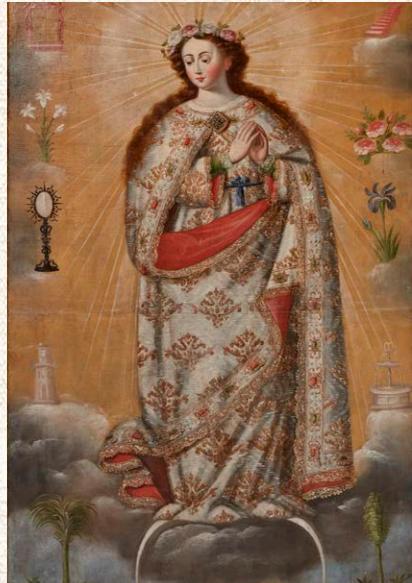


Imagen 12



Imagen 13



Imagen 14



Imagen 15

quía por orden de Juliano el Apóstata, emperador que deseaba reinstaurar el paganismo en una época en que la población al interior del Imperio romano era mayoritariamente cristiana. Es así que San Eusignio es considerado un mártir en el santoral romano. A pesar de no conocer ningún otro retrato de este santo, su presencia en nuestro medio, dominado por nombres que atraen la piedad popular, como son los santos franciscanos, dominicos o jesuitas, entre otros, puede indicar que formó parte de una serie de lienzos, hoy dispersos, que llegaron al Nuevo Mundo para acrecentar la fuerza devocional y mística de la sociedad virreinal.

De la misma colección arequipeña tenemos un grupo de cinco lienzos que podrían formar un conjunto de estudio sobre la Virgen María en la pintura colonial, tema que hasta la fecha no ha sido abordado por ningún historiador. Un estudio que se ocupe de la Virgen María, sus advocaciones en el Perú, el simbolismo de

los colores de su vestimenta y de aquellos atributos que suelen acompañarla y que explican su esencia como un ser celestial es un trabajo que espera todavía su oportunidad. El MUCEN Arequipa cuenta con cinco magníficos lienzos, tales como *La Coronación de la Virgen por la Trinidad* (Imagen 11); *Rosa Mística* o representación de la Inmaculada a la manera de Diego Quispe Tito (Imagen 12); *Virgen de Guápulo* con dos medias figuras de prelados de la Iglesia en las esquinas inferiores (Imagen 13); la Virgen del Carmen con las almas del Purgatorio, coronada y con flores en el cabello (Imagen 14); y *Virgen del Carmen coronada por la Trinidad rodeada por escenas de la Pasión de Cristo* (Imagen 15), una de las composiciones de mayor valor estético y espiritual que existe en las colecciones del Banco Central. Esta última lleva, adicionalmente, una orla parcial de santos en tres de los cuatro lados del lienzo con características de miniaturas preciosistas.



Imagen 16



Imagen 17



Imagen 18



Imagen 19

Otro grupo de lienzos con la historia del rey David lucen el colorido y la composición propios de la visión andina de la realidad. Se trata de un grupo de cuatro pinturas que representan los siguientes temas: *Encuentro del rey David y Betsabé (Imagen 16)*, *Urias ante el rey David (Imagen 17)*, un lienzo con dos escenas de *David y el profeta Nathan (Imagen 18)* y *David decapita a Goliat (Imagen 19)*. Estos cuatro lienzos, así como uno que presenta a *Moisés con las tablas de la ley (Imagen 20)*, podrían integrar un futuro proyecto de investigación sobre el arte del Antiguo Testamento y sus ejemplos en el arte virreinal peruano en las colecciones del BCRP.

Otro rubro de bienes en el que sobresale la colección del Banco Central es el que se refiere al mobiliario antiguo, perteneciente, en su mayor parte, al epígono virreinal y comienzos de la época republicana. Los muebles que señalaremos a continuación se encuentran en la casa Urquiaga en el MUCEN Trujillo, donde hemos hallado una gran riqueza de armarios, sillas fraileras, escritorios, sillones neoclásicos y otros muebles diversos de estilo isabelino. Algunos se encuentran en exhibición como parte del mobiliario de la antigua vivienda y también como ejemplo de la decoración de una casa de gusto aristocrático. Otros muebles se encuentran en los depósitos, los cuales han sido debidamente acondicionados para la protección y preservación del patrimonio cultural.



Imagen 20



Imagen 21



Imagen 22

Así, tenemos un par de canapés (**Imagen 21** e **Imagen 22**) que corresponden a un tipo de mueble aristocrático que tuvo un uso extenso desde fines del siglo XVIII en adelante. Estos lucen una bien lograda talla en madera, con relieves ornamentales y patas delanteras en pata de animal. Uno de ellos exhibe pequeñas aplicaciones de metal dorado en el panel central del respaldo y en el faldón, a la altura de las patas. Este trabajo de incrustación de diversos materiales en la madera o taracea se empleaba frecuentemente para proporcionar una mayor riqueza de materiales y ornamentación a estos muebles. Tal como vemos en las imágenes de nuestros canapés, el modelo de mueble es siempre el mismo, pero variaba el diseño del respaldo y la decoración que lucía, fuera esta el tipo ornamental tallado o las superficies taraceadas.

El siguiente mueble seleccionado es un arcón (**Imagen 23**) —a veces llamado “arcón de novia”— que, en atención a la costumbre de la época, era donde solía guardarse el traje de novia después de la boda, con el propósito de preservarlo como recuerdo de tan importante acontecimiento. Por lo general, el arcón era usado para guardar ropa y otros enseres. Su fabricación no contemplaba el empleo de clavos;

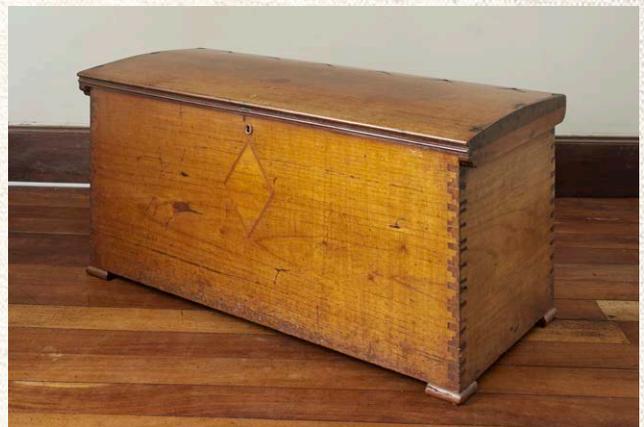


Imagen 23

la unión de los paneles en los ángulos se hacía mediante la técnica del machihembrado y se cerraba con goznes y cerradura de hierro. El interior solo contiene un pequeño cajón dispuesto transversalmente, con tapa abatible, para guardar joyas, cartas y otros objetos pequeños.

En lo que se refiere a mesas, hemos seleccionado dos de los muchos ejemplares que se guardan en esta colección. Ambas corresponden a modelos del siglo



Los muebles señalados aquí tienen la intención de servirnos de modelo ante una eventual exposición o con vistas a un estudio académico que señale la importancia didáctica del mueble en el reconocimiento de estilos artísticos, de sus técnicas y de los estratos sociales que los demandaron a lo largo de la historia.





Imagen 24



Imagen 25

XIX. La primera (**Imagen 24**) es una mesa de tablero ovalado y borde ondulante, a la manera de las mesas isabelinas. Presenta cuatro faldones decorados con follaje y flores: dos de ellos, de mayor tamaño, indican la parte posterior y anterior, mientras que los otros dos, de menores dimensiones, señalan los lados de la mesa. Este mueble tiene cuatro patas en curva y contracurva, con fiadores que sostienen un arreglo decorativo a base de flores y flor de lis. Toda en madera de cedro y en buen estado de conservación. La segunda (**Imagen 25**) es una mesa de tablero rectangular pero de borde ondulante y ángulos redondeados. Los cuatro faldones lucen una abigarrada ornamentación de follaje inspirada en antiguos arquetipos barrocos, al igual que las patas, ondulantes y gruesas terminadas en una estilización de pata animal. Los dos tipos de mesas señalados fueron de enorme popularidad durante el siglo XIX y perduraron hasta la primera mitad del siglo siguiente, como parte de un mobiliario aristocrático y burgués.

Otro tipo de mueble que nos ofrece la colección del MUCEN Trujillo es el sillón frailer, silla conventual con brazos rectos o curvos, asiento y respaldo en cuero repujado y claveteado. Es un tipo de sillón que las órdenes conventuales introdujeron en nuestro medio, proceden-

te del mobiliario religioso del Renacimiento español. A mediados del siglo XVII, este sillón formaba parte ya del mobiliario en las casas de la nobleza de Lima y Cusco, y se mantuvo como un elemento siempre presente en el ajuar doméstico durante las centurias siguientes. En la casa Urquiaga existe un gran número de estos sillones (**Imagen 26**), que destacan por la linealidad de su diseño y también por la elegante decoración que lucen. Al lado del sillón conventual, encontramos juegos de muebles que responden a modelos europeos de diversos estilos (**Imagen 27** e **Imagen 28**). Entre estos destacan un juego de sillas taraceadas con bronce en la superficie de la pala del respaldo, y otras con brazos curvos rematados en volutas y tapizados con terciopelo verde. Ambos modelos pertenecen al neoclasicismo, estilo que tuvo entrada en esta parte de América a fines del siglo XVIII y que prosperó rápidamente en el virreinato peruano en el rubro de los muebles, gracias a los ejemplares que las familias importaban de Europa y que sirvieron de modelo para aquellos sillones hechos localmente.

Por último, en esta colección destaca un mueble llamado armario o ropero. Es generalmente un mueble alto de dos puertas decoradas externamente con paneles delineados en doble moldura, y que tiene cuatro



Imagen 26



Imagen 27



Imagen 28



Una vía alternativa a la investigación es emprender una política de conservación de los bienes, tal como el MUCEN lo hace en la actualidad.

Se cuida así la materialidad de objetos patrimoniales de la nación y, también, se establece una vía de preservar un contenido ideológico que se desprende del contexto que cada época histórica desarrolla en función de sus propias características sociales.



patas cortas y una gran crestería calada a modo de remate. El ejemplar del Museo Central de Trujillo que aquí presentamos responde a estas características (**Imagen 29**). Es un mueble de estilo rococó, de mediados del siglo XVIII, cuya crestería calada está hecha con rocallas y volutas de muy buena factura.

Los muebles señalados aquí tienen la intención de servirnos de modelo ante una eventual exposición o

con vistas a un estudio académico que señale la importancia didáctica del mueble en el reconocimiento de estilos artísticos, de sus técnicas y de los estratos sociales que los demandaron a lo largo de la historia. Sea una exposición o un estudio, es necesario aportar un capítulo sobre los materiales empleados; es decir, tipos y cortes de madera más frecuentes en nuestro medio, herramientas de la época, etc., y otros rudimentos propios del oficio de la ebanistería. Igualmente, debemos recordar que en nuestra bibliografía especializada no existen publicaciones sobre la historia del mueble ni museos de arte suntuario, dos carencias sensibles para nuestros estudiantes universitarios de la carrera de Historia del Arte y para conocimiento del público en general.

Por lo expuesto, es fácil concluir que las virtudes de una colección de bienes históricos y artísticos, como los que posee el MUCEN, salen a relucir con un dedicado trabajo académico de investigación. De esta manera, los objetos cobran vida y nos informan sobre el imaginario de la época que los ha creado, el cual nos conduce a un mayor conocimiento y apreciación de nuestra historia y nuestra cultura y, a fin de cuentas, nos lleva a reforzar nuestra propia identidad. Una vía alternativa a la investigación es emprender una política de conservación de los bienes, tal como el MUCEN lo hace en la actualidad. Se cuida así la materialidad de objetos patrimoniales de la nación y, también, se establece una vía de preservar un contenido ideológico que se desprende del contexto que cada época histórica desarrolla en función de sus propias características sociales. Dicha labor, digna de encomio, merece ser destacada desde estas líneas con la esperanza de su continuidad y de su réplica en otras instituciones públicas empeñadas en la salvaguarda de nuestra heredad histórica.



Imagen 29



libros y certámenes



60 EDICIÓN DE CADE EJECUTIVOS

El presidente del Banco Central, Julio Velarde, expuso sobre la coyuntura económica ante empresarios y público en general en una sesión especial en la 60 edición de CADE Ejecutivos 2022. De acuerdo con el sondeo realizado en dicho evento, el BCRP cuenta con un 93% de aprobación, la cifra más alta del país.

REUNIÓN LACEA-LAMES 2022

El BCRP participó como patrocinador oficial de la edición 2022 del evento LACEA (The Latin American and Caribbean Economic Association)-LAMES (Latin American Meeting of the Econometric Society), donde expusieron Adrián Armas, gerente central de Estudios Económicos, y Paul Castillo, gerente de Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera. En estas sesiones se habló sobre política monetaria e inflación, y también se analizó el libro publicado por los 100 años del BCRP.



HISTORIA DEL BANCO CENTRAL Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL PERÚ. TOMOS 1 Y 2

Editores: Marco Vega y Luis Felipe Zegarra



CONFERENCIA MAGISTRAL EN EL CIES 2022

El presidente del BCRP, Julio Velarde, dictó la conferencia magistral "Perspectivas monetarias y financieras pospandemia" como parte de la primera sesión del Seminario Anual de Investigación CIES 2022.

XL ENCUENTRO DE ECONOMISTAS

El gerente central de Estudios Económicos, Adrián Armas, inauguró el XL Encuentro de Economistas del BCRP, realizado el 25 y el 26 de octubre. En las sesiones se analizaron investigaciones sobre política fiscal y monetaria, salario mínimo, informalidad y COVID-19, entre otros. Este evento contó con la participación del gerente general, Eduardo Torres Llosa, y del presidente del BCRP, Julio Velarde, quien clausuró esta edición.



REUNIÓN CON ECONOMISTAS DE LAS SUCURSALES DEL BCRP

El gerente general del BCRP, Eduardo Torres Llosa, sostuvo una reunión de coordinación con los jefes y especialistas de los departamentos de Estudios Económicos de las sucursales del Banco Central, como parte de las actividades del XL Encuentro de Economistas.

GANADORES DEL CONCURSO DE PINTURA DEL BCRP 2022

La obra *Historias de Sonata en el Reino Viringo* del artista Felipe Coaquira ocupó el primer lugar del XIII Concurso Nacional de Pintura realizado por el BCRP, mediante el MUCEN. El segundo puesto lo ocupó la artista Angie Cienfuegos, con su propuesta titulada *Representación del mundo según la Cultura Afrólitica peruana. Piezas para un museo posible*.



Con motivo del centenario de su fundación, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ha publicado *Historia del Banco Central y la política monetaria del Perú* para conmemorar este hito, y continuar aportando a la historia económica y de la banca en el país. El primer tomo de este esfuerzo colaborativo para producir la historia del Banco Central y de su política monetaria cubre el periodo que empieza con el advenimiento del siglo XX hasta 1990, año donde se produce un cambio de régimen de política económica en general y del BCRP en particular. La banca central en el Perú tiene su inicio con la fundación del Banco de Reserva del Perú un 9 de marzo de 1922. A partir de este momento la historia económica del Perú está fuertemente ligada a la política monetaria gestada por el BCRP, tanto en los momentos aciagos como en los momentos de éxito. Por su parte, el segundo tomo cubre la etapa de modernización del ente emisor y de su política monetaria para convertirse en el banco central maduro que es hoy. En la actualidad, el Banco Central es efectivamente una de las instituciones públicas peruanas de más alta reputación por haber logrado la estabilidad de precios y ser partícipe del esquema general de política macroeconómica que sostiene a la economía peruana.

Puedes descargar ambos tomos desde el siguiente enlace: <https://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/historia-del-banco-central-y-la-politica-monetaria-de-peru.html>

XV CONCURSO ESCOLAR DE VIDEOS BCRP 2022

Premiación



1

Sagrado Corazón de Jesús
(San Ramón, Junín)



2

Miguel de Cervantes
(Puente Piedra, Lima)



3

Santo Tomás de Aquino
(Huaraz, Áncash)



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

100 AÑOS | 1922 - 2022

Serie numismática “La mujer en el proceso de independencia del Perú”

El Banco Central de Reserva del Perú emitió las monedas de un sol alusivas a Brígida Silva de Ochoa, las heroínas Toledo y María Parado de Bellido como parte de las actividades para conmemorar el bicentenario de la independencia del Perú. Brígida Silva de Ochoa cumplió un rol importante compartiendo información crítica con los patriotas en Lima, en los últimos años del Virreinato. Por su parte, la hazaña de Cleofé Ramos de Toledo y sus hijas, María e Higinia Toledo, permitió salvar muchas vidas ante el ataque realista al pueblo de Concepción en 1821, en la sierra central. Finalmente, María Parado de Bellido fue una espía de las montoneras que ofrendó su vida a la causa emancipadora, en 1822 en Ayacucho, al no delatar, a pesar de la tortura, a los patriotas insurgentes y sus planes.

Anverso:

En el centro se observa el escudo de armas, rodeado por el texto BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ y el año de acuñación.

Reverso:

En el centro de cada moneda se aprecia la figura de Brígida Silva de Ochoa, las heroínas Toledo y María Parado de Bellido, y sus respectivos nombres.



Brígida Silva de Ochoa



Heroínas Toledo



María Parado de Bellido

