BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Hyperinflation and Stabilization: The case of Peru 1988-1992

Adrián Armas Rivas*, Zenón Quispe Misaico*

* Banco Central de Reserva del Perú.

DT. N°. 2025-026
Serie de Documentos de Trabajo
Working Paper Series
December 2025

Los puntos de vista expresados en este documento de trabajo corresponden a los de los autores y no reflejan necesariamente la posición del Banco Central de Reserva del Perú.

The views expressed in this paper are those of the authors and do not reflect necessarily the position of the Central Reserve Bank of Peru

Hiperinflación y estabilización: El caso del Perú 1988-1992*

Adrián Armas Rivas
Banco Central de Reserva del Perú

Zenón Quispe Misaico
Banco Central de Reserva del Perú

Resumen

Similar a otras economías latinoamericanas, el Perú atravesó uno de los periodos más severos de desequilibrios macroeconómicos reflejados en tasas de inflación de hasta cuatro dígitos en los ochenta. Luego de varios intentos fallidos de estabilización (llamados "paquetazos") por combatir la hiperinflación, con ajustes significativos del tipo de cambio (del sistema de tipos de cambios múltiples) y ajustes fiscales parciales, se realizó un novedoso programa de estabilización en 1990. Este programa fue el primero en Latinoamérica que utilizó el control de agregados monetarios con un abandono permanente del régimen de tipo de cambio fijo y tuvo dos claras etapas. La primera, entre agosto de 1990 y enero de 1991, se centró en eliminar el financiamiento del Banco Central al fisco y en reestablecer los mecanismos del mercado en la determinación de los precios, las tasas de interés y el tipo de cambio. La segunda etapa comenzó en febrero de 1991 con la liberalización total de los estrictos controles cambiarios y de capitales, lo que incentivó la repatriación de capitales. Se consolidó un sistema bimonetario en donde la moneda nacional recuperó gradualmente la confianza de los agentes económicos en un proceso que aún continúa, para lo cual fue crucial la instauración de la institucionalidad de las políticas macroeconómicas; en especial, la autonomía del banco central y la disciplina fiscal. Este proceso constituye un hito fundamental para la economía peruana, que divide claramente un antes de desequilibrios macroeconómicos persistentes e ineficiente asignación de los recursos y un después que presenta una estabilidad macroeconómica sostenida que promueve el crecimiento económico.

Clasificación JEL: E31, E42, E44, E52, E58, N26.

Palabras clave: bimonetarismo, estabilización, hiperinflación, Perú, política monetaria, tipo de cambio.

---

* Las opiniones expresadas en este artículo son de exclusiva responsabilidad de los autores y no representan, necesariamente, la opinión del Banco Central de Reserva del Perú. Emails: adrian.armas@bcrp.gob.pe y zenon.quispe@bcrp.gob.pe. Una versión previa de este artículo fue publicado por el BCRA bajo el título de "Experiencias de estabilización económica: El caso de Perú 1990-1991" en sus Ensayos Económicos 84 de noviembre del 2024.

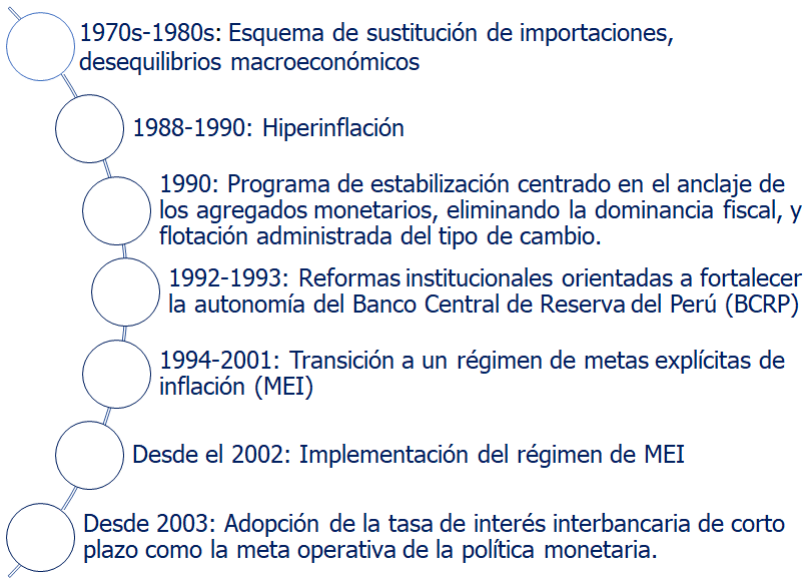
I. Introducción

El periodo previo al ajuste de agosto de 1990 se caracterizó por una hiperinflación con una dolarización casi generalizada y un colapso del aparato productivo y del Estado para proveer las necesidades básicas a la población. El uso y abuso de la dominancia fiscal y del modelo de sustitución de importaciones en las décadas de los setenta y ochenta, con una creciente participación del Estado en todos los ámbitos de la economía (controles de precios, de capitales y de cambios, empresas públicas en múltiples sectores de la economía, etc.) y sin tomar en cuenta consideraciones elementales de sostenibilidad fiscal y de balanza de pagos llevaron al Perú a tener la mayor debacle económica de su historia (excluyendo las guerras de independencia y del Pacífico).

El periodo posterior al ajuste de agosto de 1990 marcó un derrotero hacia una economía con fuertes fundamentos macroeconómicos y con un enfoque de apertura comercial y financiera al resto del mundo. En el presente siglo, Perú es la tercera economía con mayor crecimiento promedio en Latinoamérica (Panamá y República Dominicana ocupan el primer y segundo puesto, respectivamente) y también la economía con menor tasa promedio de inflación entre aquellos que emiten su propia moneda[1].

Este artículo describe las políticas monetarias y fiscales y las reformas económicas implementadas en el Perú entre 1990 y 1991 (el Gráfico 1 muestra la línea del tiempo de la política monetaria entre 1970 y 2003).

Gráfico 1 | Línea de tiempo de la Política Monetaria (1970-2003)



Fuente: elaboración propia.

En la segunda sección se hace un recuento histórico, sucinto, de la evolución de la política monetaria, desde los momentos previos a la hiperinflación, pasando por la estabilización, hasta

[1] De los tres países que tienen el dólar como moneda oficial en Latinoamérica, dos de ellos tienen una tasa de inflación promedio algo menor que Perú (El salvador y Panamá).

la plena adopción del esquema de metas de inflación. En la tercera sección se presentan las medidas implementadas en el programa de estabilización de agosto de 1990. En la cuarta sección se explica la necesidad de acumular reservas internacionales, esencial para controlar los riesgos de una economía bimonetaria. En la quinta sección se analiza la evolución de la base monetaria y de los precios enfatizando las razones del uso de un ancla monetaria para estabilizar la economía. En la sexta sección se describe el proceso de liberalización del mercado financiero y del mercado de capitales y sus implicancias para la recuperación de la intermediación financiera. Finalmente, se presentan las conclusiones y reflexiones de la experiencia peruana.

2. La evolución de la política monetaria en el Perú antes de 1990

Durante las primeras cinco décadas de existencia del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), el cual fue fundado en 1922, el régimen de tipo de cambio fijo funcionó moderadamente bien. Por supuesto, se realizaron devaluaciones ante la crisis de 1929 y luego como resultado de periodos relativamente cortos de desequilibrios fiscales y de balanza de pagos como en 1947, cuando se llegó a una tasa máxima e inusual de inflación de 47%. La tasa de inflación promedio entre 1922 y 1970 fue 6,5%. Sin embargo, los desequilibrios macroeconómicos de mediados de los setenta no fueron corregidos y más bien se siguió una tendencia de creciente deterioro, que llevó la inflación a una tasa de tres dígitos en 1983 y culminó a fines de la década de los ochenta en una hiperinflación (cuatro dígitos de inflación por tres años consecutivos). La diferencia principal entre las crisis económicas previas y la gran crisis de 1975-1990 fue el uso indiscriminado de todo tipo de financiamiento que los gobiernos de turno tenían a la mano, como la deuda externa y los préstamos del BCRP para mantener una política fiscal altamente expansiva y claramente insostenible en un entorno de ampliación al extremo del modelo de sustitución de importaciones con una visión de una economía con una alta participación del Estado y. El Cuadro 1 resume las dificultades que afrontaba la economía peruana en 1989-1990.

Cuadro 1 | 1989-1990: desequilibrios macroeconómicos

- Hiperinflación
- Default de deuda externa y aislamiento internacional
- Reservas internacionales negativas
- Sistema de múltiples tipos de cambio
- Control extremo de cambios y de capitales
- Desbalance fiscal profundo e insostenibilidad de la deuda pública
- Intermediación financiera mínima luego de política compulsiva de desdolarización (1985)
- Numerosas distorsiones económicas, especialmente en precios relativos
- Estancamiento y profunda depresión económica

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Como consecuencia de la crisis de la deuda en América Latina, iniciada con el *default* de la deuda mexicana en 1982, el Perú, junto a otros países de la región, había también entrado en *default* de su deuda externa. En 1985, el nuevo gobierno entrante implementó un

programa económico "heterodoxo", basado en la aplicación de políticas fiscales expansivas, devaluación inicial, operaciones cuasi fiscales por parte del BCRP y control de precios, con el clásico resultado de expansión de corto plazo de la demanda agregada y luego una recesión generada por la insostenibilidad de estas políticas. Al respecto, Hoffmaister y Vegh (1995) señalan que "... el momento en el que se manifiestan los costos recesivos asociados con la estabilización de la inflación en países con inflaciones crónicas puede depender del ancla nominal utilizada. En estabilizaciones basadas en el ancla monetaria, la recesión ocurre a inicio del programa, mientras que en estabilizaciones basadas en anclas cambiarias las recesiones ocurren después". Previamente, Svensson (1994) señalaba que "... los tipos de cambio fijos no son una ruta corta para la estabilidad de precios. La estabilidad monetaria y la credibilidad deben ser construidos en casa, no pueden ser importados del exterior". Similarmente, Ades, Kiguel y Liviatan (1993) concluyeron que "En economías con altos niveles de inflación las estabilizaciones basadas en el anclaje del tipo de cambio comienzan típicamente con un *boom*, con una recesión más tarde."

Una de las primeras medidas del nuevo gobierno de 1985 para contar con liquidez internacional para apoyar su plan expansivo fue declarar unilateralmente un límite al pago de la deuda externa equivalente al 10% de las exportaciones y la confiscación en la práctica de los depósitos en dólares que los agentes económicos mantenían en el sistema financiero, aun cuando se había anunciado que no se actuaría de esa manera.[1][2]

En 1985 la administración del presidente Alan García decidió tomar como bandera política el tema de la deuda externa y había básicamente rechazado su pago al anunciar en las Naciones Unidas que:

> "... afirmamos que, en las actuales condiciones, por su origen injusto y por los medios por lo que se ha visto incrementada, la deuda externa no podrá ser satisfecha por ninguno de nuestros países... así, la deuda que es nuestra debilidad será el instrumento de nuestra fuerza y el impulso de nuestra unión.... Por eso hemos tomado una decisión que sostendremos: el Perú solo asignará a la deuda 1 de cada 10 dólares: la décima parte de lo que le paguen por su trabajo y sus exportaciones".

El problema del *default* de la deuda externa en Perú había comenzado en 1983 cuando el PBI había caído 10%, aunque se mostraba una voluntad de pago (el Cuadro 2 muestra la evolución de los principales indicadores macroeconómicos del Perú en las décadas de los ochenta y noventa). Pero, desde 1985 se dio una señal de falta de voluntad de pago y eso implicó el aislamiento internacional de nuestro país. Así, el programa para estabilizar la economía de agosto de 1990 se haría básicamente sin ningún apoyo internacional por estas circunstancias.

[2] El gobierno dispuso que el retiro de los depósitos en dólares solo se podía realizar en moneda nacional al tipo de cambio oficial, el cual era 25% menor al tipo de cambio del mercado paralelo al momento de realizarse la medida.

Cuadro 2 | Evolución de los indicadores macroeconómicos de la economía peruana (1980-2000)

Año	PBI	Inflación	Tipo de cambio	Balanza de pagos: Cuenta corriente	Resultado económico del sector público no financiero	Deuda externa del Sector Público	Reservas Internationales
	Variación % anual			% del PIB			
1980	5,9	60,8	28,6	-2,3	-4,6	29,9	8,5
1981	5,6	72,7	46,0	-10,5	-8,0	24,2	3,8
1982	-0,2	72,9	65,4	-9,7	-8,9	27,3	4,3
1983	-10,4	125,1	137,9	-6,4	-11,6	44,6	5,3
1984	3,6	111,5	120,0	-1,6	-7,9	46,7	6,6
1985	2,1	158,3	245,7	-0,5	-3,7	69,5	10,3
1986	9,4	62,9	40,7	-7,2	-7,8	61,0	4,7
1987	9,7	114,5	77,2	-7,5	-10,1	65,5	0,2
1988	-9,4	1.722,3	828,5	-8,1	-11,5	96,2	-1,6
1989	-12,3	2.775,0	1.384,7	-2,4	-11,3	65,7	1,4
1990	-5,0	7.649,6	4.565,2	-5,0	-8,9	70,4	1,8
1991	2,2	139,2	281,3	-4,5	-2,9	60,8	3,9
1992	-0,5	56,7	61,1	-5,4	-4,0	59,5	5,6
1993	5,2	39,5	59,5	-7,2	-3,1	53,5	8,0
1994	12,3	15,4	10,5	-6,3	-2,9	53,3	13,4
1995	7,4	10,2	2,6	-9,0	-3,4	47,7	12,9
1996	2,8	11,8	8,9	-6,8	-1,1	45,1	16,0
1997	6,5	6,5	8,6	-6,0	0,1	31,8	18,1
1998	-0,4	6,0	10,0	-6,2	-1,0	34,4	17,0
1999	1,5	3,7	15,6	-2,8	-3,4	41,5	17,2
2000	2,7	3,7	3,2	-3,1	-3,4	38,5	16,2

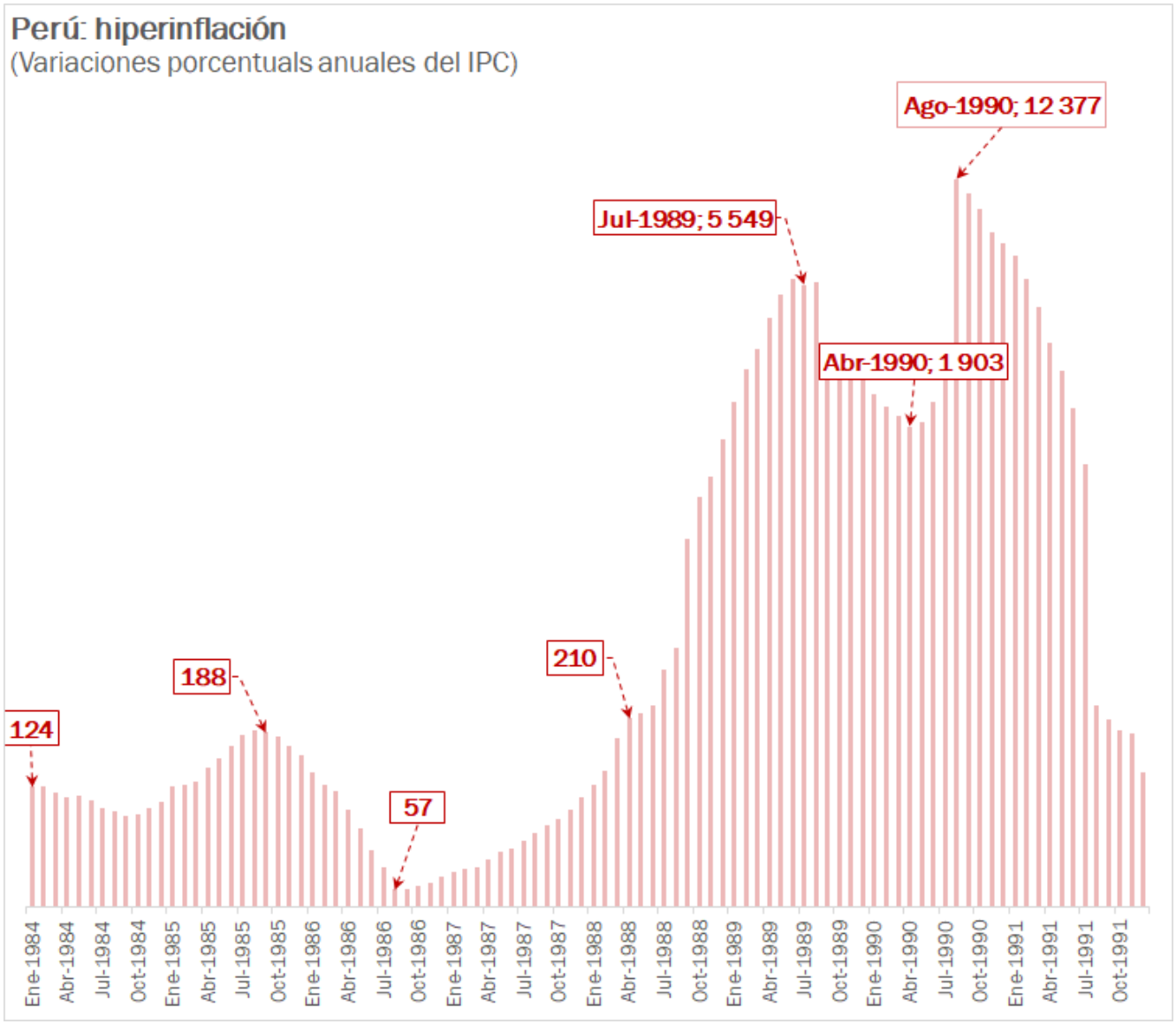
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Durante los dos primeros años (1985-1987) se logró un periodo efímero de bonanza con tasas de crecimiento de 9% en 1986 y 1987. Al agotarse las reservas internacionales, y queriendo extender la duración del periodo de expansión, el gobierno presionó aún más al banco central para que otorgara créditos al gobierno y a la banca de fomento estatal, así como ampliar la dispersión del sistema de tipo de cambios múltiples de una forma que generaba pérdidas por diferencial cambiario al BCRP, lo que desencadenó el proceso hiperinflacionario de 1988-1990 con una caída acumulada del PBI del 27% entre 1988 y 1990 (el Gráfico 2 muestra las tasas de inflación alcanzadas en el episodio hiperinflacionario).[3]

La hiperinflación, como no podía ser de otra manera, vino acompañado de niveles bastante elevados de déficit fiscal (que representaron un promedio anual de 11% del PBI entre 1988 y 1990), a los cuales había que agregar aproximadamente cinco puntos porcentuales de déficit "cuasi- fiscal". Además, de los préstamos blandos que hasta entonces el banco central le proveía al gobierno, se realizaron operaciones "cuasi-fiscales", tales como créditos del banco central a la banca de fomento a tasas de interés extremadamente subsidiadas y la aplicación de un sistema de tipo de cambio diferenciado por el cual el tipo de cambio promedio de las importaciones era menor al del tipo de cambio promedio de las exportaciones, de tal forma que el Banco Central generaba pérdidas cambiarias por la aplicación de este régimen.

[3] La caída de reservas internacionales se acentuó luego del intento del gobierno de estatizar la banca privada anunciado en el discurso presidencial al congreso del 28 de julio de 1987.

Gráfico 2 | La hiperinflación en el Perú
Variaciones % anuales del IPC, en logaritmos



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

El sistema de tipos de cambio múltiples llego a por lo menos 17 distintos tipos de cambios para las actividades exportadoras, importadoras y otras transacciones internacionales (ver el Cuadro 3).[4] La expansión monetaria y fiscal generó una caída de las reservas internacionales cuyo efecto contractivo en la base monetaria era opacado por el impacto expansivo de las pérdidas cambiarias que generaba el sistema de tipos de cambio múltiples.

[4] El sistema se basaba en una base referencial, que era el tipo de cambio oficial, sobre el cual se aplicaban distintos porcentajes. Irónicamente, el nombre de este mercado era "MUC" o Mercado Único de Cambios.

Cuadro 3 | Régimen de tipos de cambio múltiples en julio de 1987

Actividad del sector exportable	Tipo de cambio	
	como porcentaje del tipo de cambio MUC	Intis por USD
Minería de mediana y pequeña escala	140.7	22.41
Minería de gran escala (Southern-Cuajone)	100.0	15.93
Otras mineras de gran escala	114.9	18.31
Energía	117.1	18.66
Algodón	132.0	21.02
Azucar, Café y Harina de Pescado	125.7	20.03
Otras exportaciones tradicionales	119.8	19.09
Exportaciones no tradicionales	168.1	26.77
Exportaciones no tradicionales prioritarios	181.7	28.95

Actividades de importación	Tipo de cambio	
	como porcentaje del tipo de cambio MUC	Intis por USD
MUC 1	100.0	15.93
MUC 2	125.5	20.00
MUC 3	156.9	25.00
MUC 4	207.2	33.00
MUC 5	219.7	35.00
MUC 6	282.5	45.00
CBME	394.0	62.77

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

2.1. Intento fallido de estabilización de 1988

El gobierno intentó prevenir la hiperinflación en setiembre de 1988 con un programa cuyos principales ajustes fueron una devaluación del tipo de cambio oficial, que pasó de 33 a 250 intis por dólar (una devaluación cambiaria del 660%, aproximadamente) y ajustes en la estructura de tipos de cambio diferenciados, principalmente del tipo de cambio oficial del Mercado Único de Cambios (MUC), que pasó de tener tres niveles base (33, 75 y 125 Intis por dólar) a solamente un nivel base de 250 Intis por dólar y, con ello, pasar de 9 a 7 tipos de cambio para exportaciones y de por lo menos 7 a 4 tipos de cambio para las importaciones. Sin embargo, la fragilidad de este paquete residía en la falta de convicción al momento de implementarlo, en particular, se mantuvieron los desequilibrios fiscales.

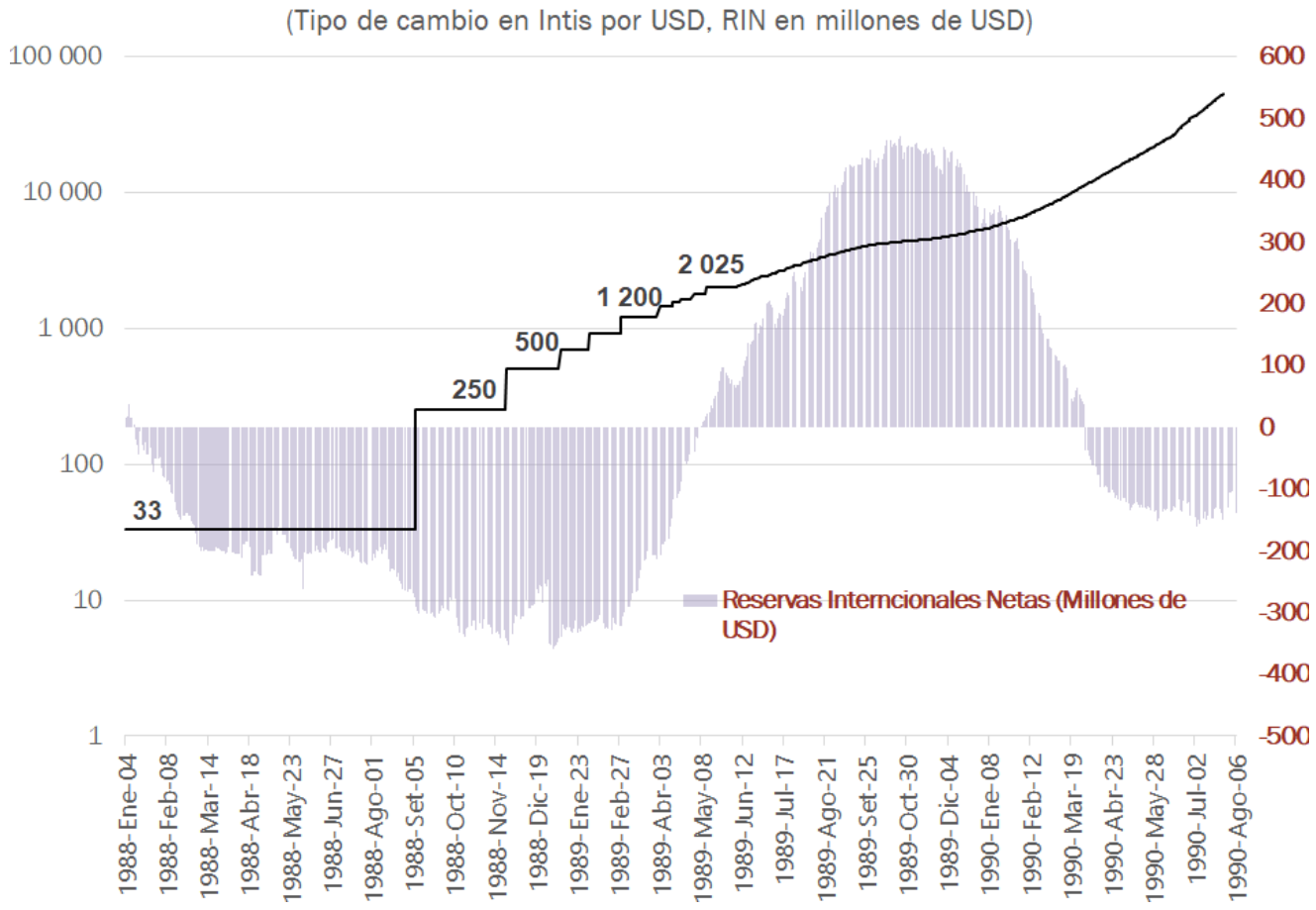
Como consecuencia de la persistencia en los desequilibrios fiscales, la economía entró en un periodo de recesión, lo que indujo una recuperación transitoria de las reservas internacionales.

La falta de convicción de las autoridades de entonces se reflejó en su conducta pasiva frente al problema y su insistencia en mantener una posición fiscal insostenible. Se buscaron postergar los inevitables ajustes con controles de precios y restricciones cuantitativas, lo que generó el desabastecimiento, el contrabando al exterior de los productos con acceso a tipos de cambio más bajos y la especulación, sobre todo cuando se agotaban las reservas internacionales. Al agotarse dichas reservas, las autoridades no tenían más alternativa que hacer un ajuste cambiario, generalmente incompleto. Así, la economía entraba otra vez en recesión y, como resultado temporal, comenzaba a

acumular reservas y volvía al círculo vicioso, que cada vez retornaba con desequilibrios más profundos.

Durante el primer intento fallido de estabilización de setiembre de 1988, se generó una caída del producto, lo que indujo una caída de las importaciones y, con ello, una recuperación de las reservas (Gráfico 3). Después, sin ser casualidad, previo a un periodo electoral, el Gobierno comenzó otra vez a gastar y a quemar las reservas internacionales, dejando a la siguiente administración con niveles negativos de reservas internacionales.

Gráfico 3 | Evolución de las reservas internacionales y el tipo de cambio: 1988-1990



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Para tener una idea de la fuerte distorsión que se introdujo en los precios relativos, en el Cuadro 3 se muestra que se llegaron a tener nueve tipos de cambios para las exportaciones y diez tipos de cambios para las importaciones. Es decir, sobre una estructura arancelaria ya bastante distorsionada se superpuso un sistema de tipo de cambio diferenciado que, de acuerdo con los cálculos del impacto de este esquema, aumentaba aún más la dispersión de precios relativos y reforzaba el sesgo ya de por si extremadamente proteccionista y anti-exportador del esquema de aranceles y restricciones cuantitativas a las importaciones (Armas, Palacios y Rossini, 1990).

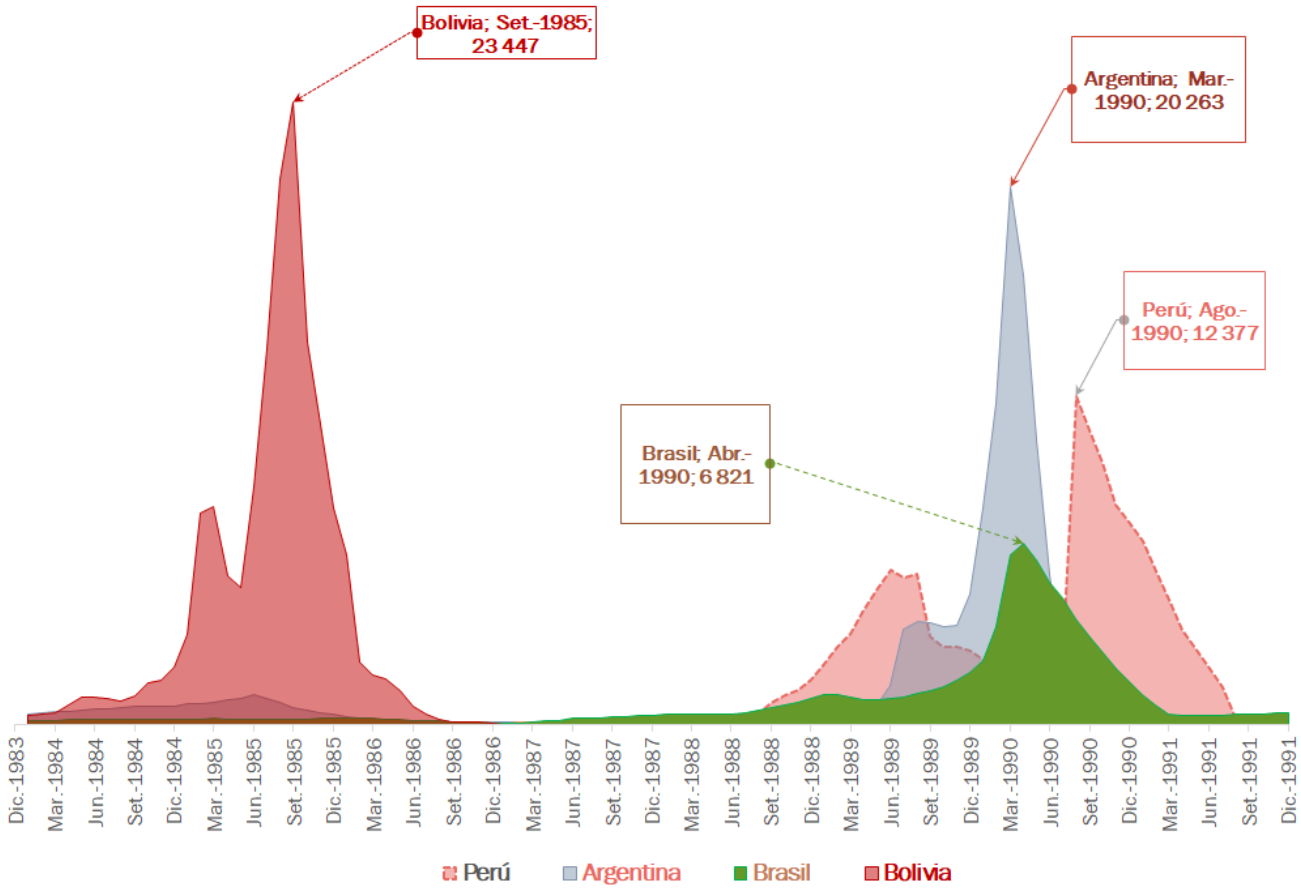
El énfasis en este tema tiene el objetivo de sustentar y explicar el por qué se optó en agosto de 1990 por una flotación administrada del tipo de cambio. Todas estas distorsiones

introdujeron mucha incertidumbre sobre el impacto que podría tener un cambio de régimen sobre la estructura de la economía peruana.

2.2. La hiperinflación en el escenario regional

Similar al caso peruano, en el segundo quinquenio de la década de los ochenta, Bolivia, Brasil y Argentina sufrieron también los embates de la hiperinflación, inclusive, como puede verse en el Gráfico 4, la hiperinflación en Perú coincidió prácticamente con la hiperinflación en Argentina en términos temporales.

Gráfico 4 | Hiperinflaciones en la región
IPC, variaciones % 12 meses, en logaritmos

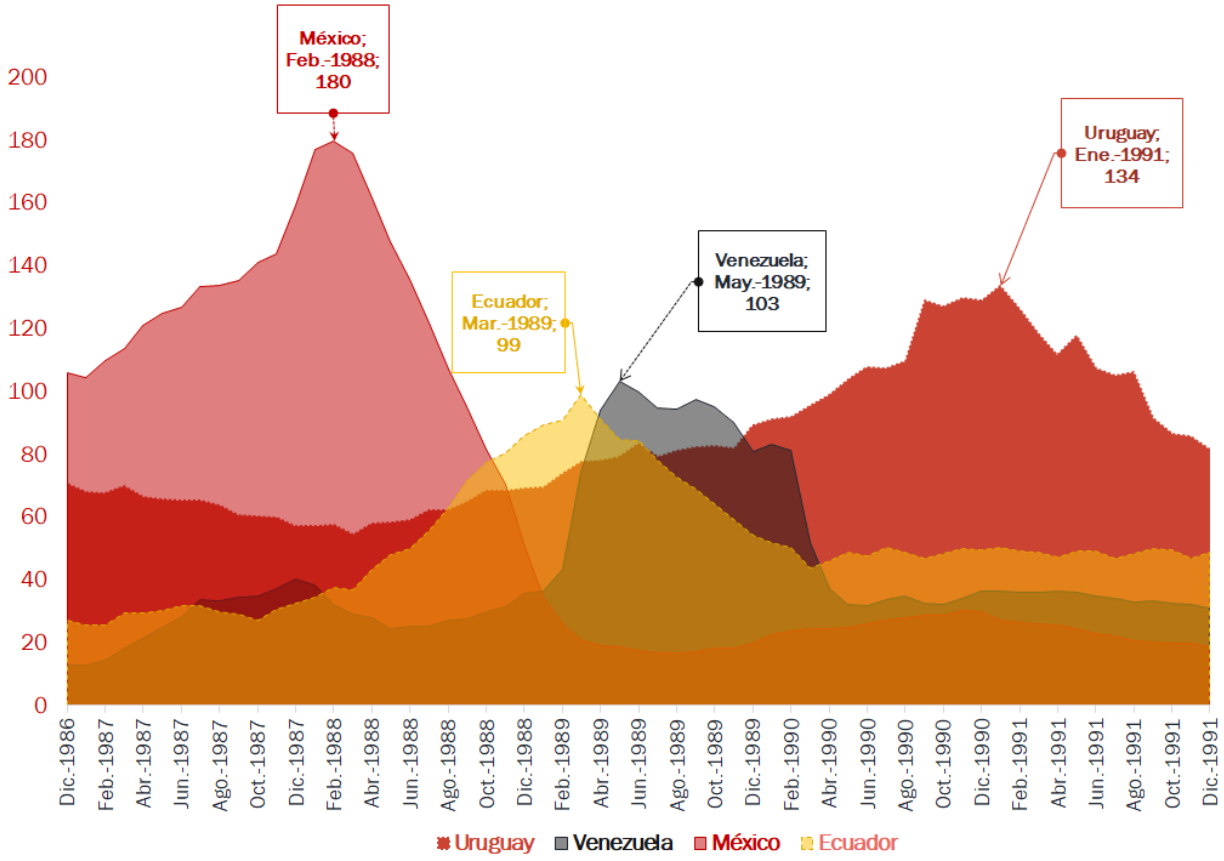


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y FMI.

Otros países en América Latina presentaron entonces niveles de inflación del orden de tres dígitos (Gráfico 5). Poniendo en contexto los casos de Venezuela y Perú, cabe destacar la diferencia de aceptación social de los programas de estabilización en ambos programas. En 1989, con el ajuste de los precios del programa de estabilización de Venezuela, se produjo un estallido social conocido como "caracazo". Sin embargo, cuando se aplicó un programa de estabilización más duro en el Perú al año siguiente, la población mostro mayor comprensión y aceptación al mismo.

Gráfico 5 | Inflaciones de triple dígito en otros países de la región

IPC variaciones % de 12 meses



Fuente: FMI.

Con un nuevo gobierno bajo la presidencia de Alberto Fujimori, entre el 28 de julio y el 8 de agosto se definió qué debía hacerse para combatir la hiperinflación y estabilizar la economía. El Gobierno entendió que la situación era insostenible y decidió el 8 de agosto implementar un programa de estabilización con el objetivo de cerrar lo antes posible los desequilibrios fiscales.

Una posible interpretación de la aceptación que tuvo el programa fue la toma de conciencia de la sociedad sobre la insostenibilidad de la situación alcanzada. La población se convenció de que la única manera de salir de la crisis profunda en la que estaba la economía peruana era a través de un fuerte ajuste.

3. El programa de estabilización de agosto de 1990

El Cuadro 4 resume el programa de estabilización implementado desde agosto de 1990. En la parte fiscal, la característica básica del programa fue desde un principio ponerle fin a la dominancia fiscal a través del compromiso del Gobierno de financiar sus gastos con los ingresos tributarios y no pedir más financiamiento al Banco Central. En estricto, los ingresos fiscales se habían deteriorado significativamente en términos reales y, además, dada la magnitud del fuerte ajuste de estabilización que se venía, confrontaba la urgente

necesidad de implementar un programa de gasto de apoyo social. Ello implicó que el Banco Central, por una última vez, le diera un financiamiento que luego se pagó con un impuesto, también extraordinario, a las exportaciones tradicionales (principalmente compuestas por productos mineros, petroleros y harina de pescado).

Cuadro 4 | Desde agosto 1990: implementación del Programa de Estabilización

· Consolidación fiscal y reducción de la deuda
· Prohibición legal de préstamos del BCRP al sector público
· Mayor autonomía del BCRP en la conducción de la política monetaria
· Abandono del tipo de cambio fijo y adopción de la flotación cambiaria administrada
· Eliminación de los subsidios y de los controles de precios
· Uso de la base monetaria como el ancla nominal
· Acumulación de reservas internacionales
· Libre movilidad de capitales
· Control de la hiperinflación y reducción gradual de la inflación

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

La pieza clave para detener la hiperinflación y lograr la estabilización macroeconómica fue eliminar la dominancia fiscal cerrando la dependencia del gobierno al financiamiento del banco central. Al respecto, Sargent (1982), al analizar la finalización de las hiperinflaciones de Austria, Hungría, Alemania y Polonia, concluye que "... una vez que fue ampliamente reconocido que el gobierno no debería depender del banco central para sus finanzas, las inflaciones terminaron y los tipos de cambio se estabilizaron".

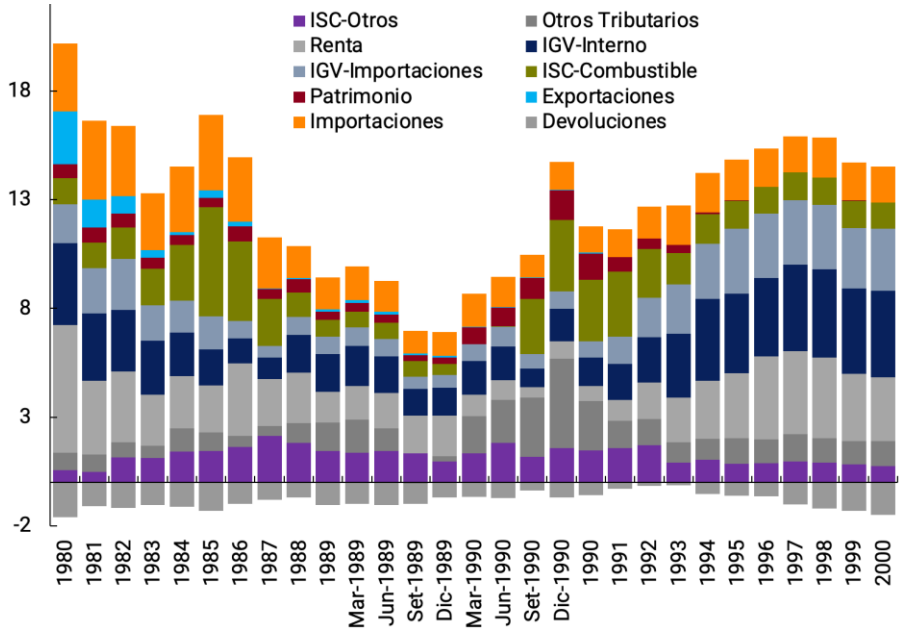
En un principio, la política fiscal buscaba, por un lado, cerrar su dependencia del financiamiento del banco central, del otro, ajustar sus gastos y ponerlos en concordancia con los ingresos fiscales. En este escenario, en el corto plazo el tesoro se vio en la necesidad de aplicar impuestos, aunque distorsionantes, que rápidamente generaran recaudación tributaria, que luego podían fácilmente desactivarse para tener impuestos más tradicionales, más acordes con criterios de eficiencia y que aseguraran un ingreso fiscal más permanente (Gráficos 6 y 7).

Cuadro 5 | El programa de estabilización

El Programa de Estabilización
1. Política Fiscal
• Finalización de la dominancia fiscal
• Control estricto del gasto público (creación del Comité de Caja del Tesoro)
• Apoyo a los programas sociales
• Impuesto temporal a las exportaciones (10%) y a la propiedad / activos asegurados (1%)
• Eliminación de las exoneraciones tributarias
2. Mercado cambiario
• Eliminación del régimen de tipos de cambio múltiples
• Adopción del esquema de flotación cambiaria, administrada
3. Política Monetaria
• Prohíbe financimianto del BCRP para el gasto público y para la banca de fomento
• Introducción del régimen de control monetario
• Reducción de la tasa de encaje marginal del 80% al 40%
• Liberalización de las tasas de interés de mercado, no hay límites máximos
4. Ajustes de precios
• Incremento del 3 000% en los precios de combustibles
• Incremento del 1 000% en tarifas de servicios (electricidad, agua, y teléfono)
5. Política Comercial
• Eliminación de las restricciones para arancelarias
• Simplificación de la estructura de tarifas arancelaria desde 38 tasas a 3 (15%, 25%, y 50%)
• Eliminación de las exoneraciones arancelarias
6. Eliminación de los controles cambiarios y de los controles de capital
7. Inicio de Negociaciones de la Deuda Externa

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Gráfico 6 | Ingresos Tributarios del Gobierno Central
En porcentajes del PBI

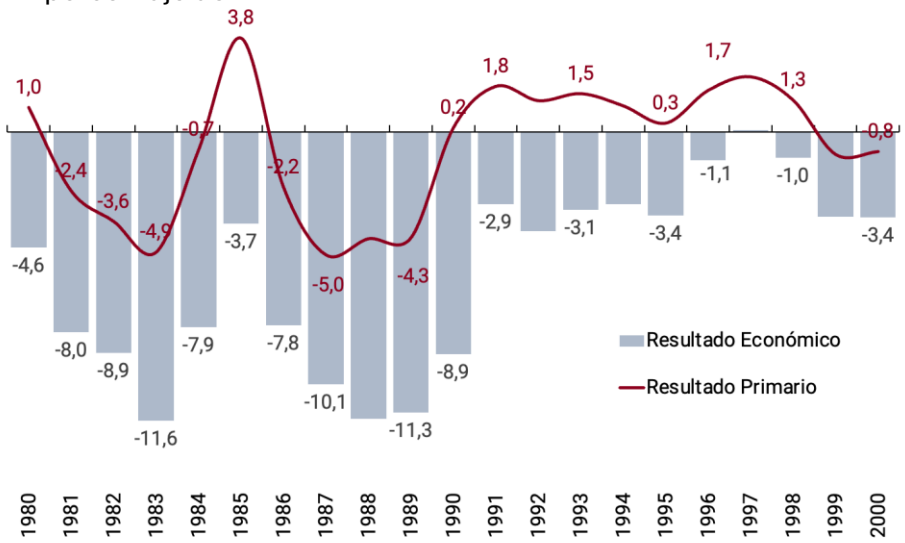


Fuente: BCRP, MEF.

La adopción del esquema de flotación administrada implicaba un único tipo de cambio cuyo dinamismo estuviera inducido por las propias fuerzas del mercado de oferta y de demanda. El abandono del tipo de cambio fijo tenía implícito en sí el abandono de la estructura de tipos de cambio diferenciados que había generado serias distorsiones en la economía. 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*). Esta opción, la más tradicional, se descartó por motivos tales como la incertidumbre sobre el tipo de cambio (real y nominal) requerido para corregir la gran distorsión de precios relativos existente.[5] Recordemos, además, que los fallidos programas de estabilización de la administración previa habían seguido ese camino con anclas cambiarias que terminaban en fuertes devaluaciones sin mayor éxito.

Gráfico 7 | Resultados económico y primario del sector público no financiero
En porcentaje del PBI



Fuente: BCRP, MEF.

El segundo motivo importante era el nivel ínfimo de reservas internacionales para defender un ancla cambiaria, más aún tomando en cuenta el aislamiento financiero internacional de Perú en aquel momento. Finalmente, se tenía también incertidumbre sobre el cierre de la brecha fiscal y, por tanto, un ancla cambiaria podría en un futuro cercano ser nuevamente fuente de ataques especulativos. Más bien, bajo flotación cambiaria cualquier desvío del gasto fiscal (u otro desvío sensible desde las posiciones de equilibrio macroeconómico) se reflejaría inmediatamente en el tipo de cambio y no en presiones sobre las menguadas reservas internacionales.

En general, la adopción de un esquema de flotación cambiaria administrada otorgó mayor flexibilidad al banco central para realizar un adecuado balance, de acuerdo con los desarrollos de las variables financieras y macroeconómicas, entre reconstituir las reservas internacionales, lo que implicaba comprar moneda extranjera, y las necesidades de reducir de manera gradual el ritmo de expansión de base monetaria para bajar la inflación.

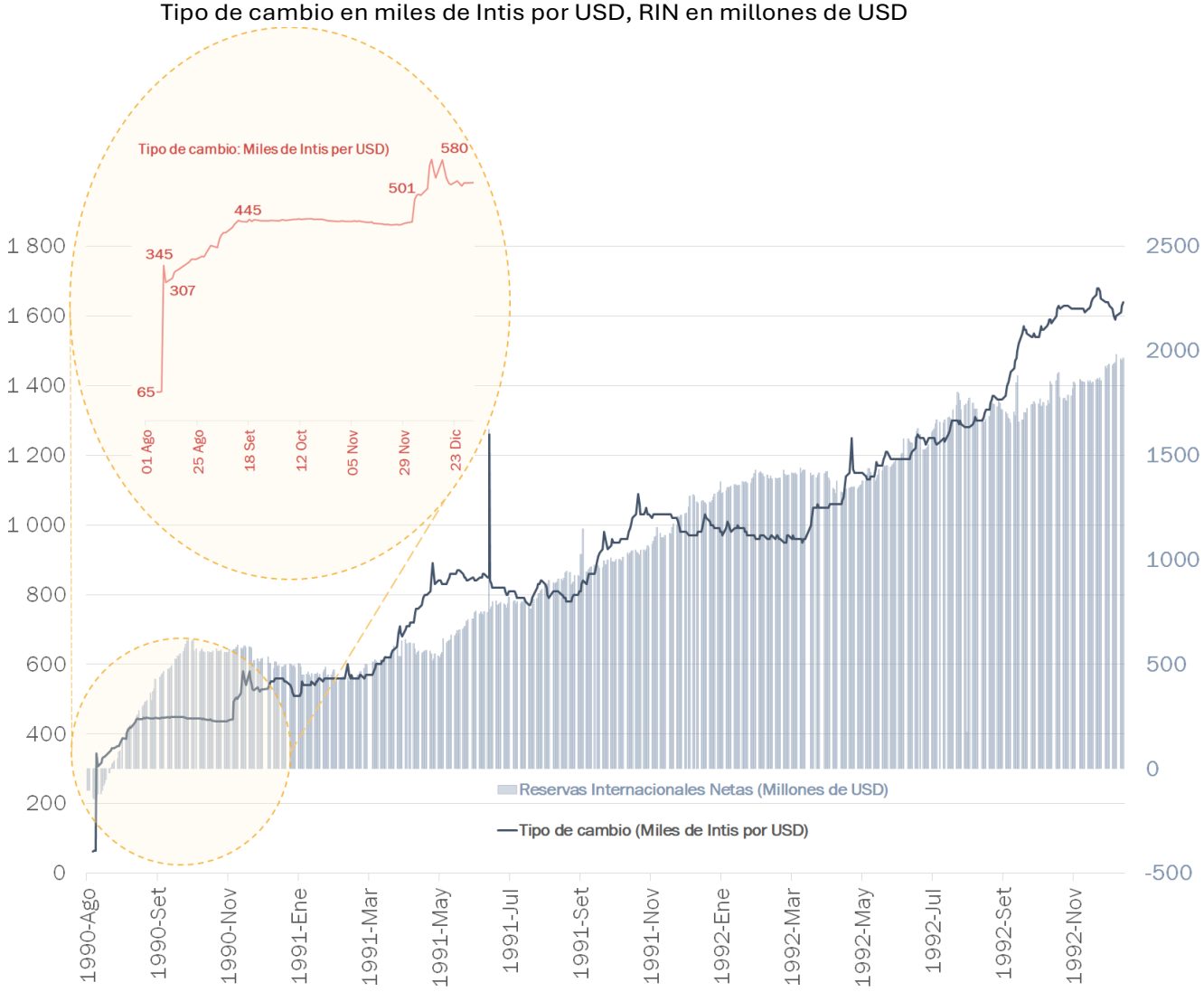
Con el abandono del tipo de cambio fijo, se generó un aumento del tipo de cambio oficial desde 65.000 intis por dólar a 345.000 intis por dólar en dos días, seguido por una apreciación a

[5] Para más detalles ver Rodríguez, Valderrama y Velarde (2000),

307.000 intis por dólar dos días después (Gráfico 8).[6] En diciembre de 1990 el tipo de cambio flotante alcanzó los 500.000 intis, en línea con la idea de reducir la inflación de manera gradual.[7]

Gráfico 8 | Evolución de las reservas internacionales y el tipo de cambio: 1990-1992

Tipo de cambio en miles de Intis por USD, RIN en millones de USD



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Con el abandono del compromiso de sostener un determinado nivel de tipo de cambio y el fin del financiamiento al gobierno, el BCRP comenzó a tener control de su propio balance y escogió la emisión primaria como guía de su control monetario.[8] El Cuadro 6 enumera las razones por las cuales se eligió el uso de agregados monetarios como ancla para combatir la hiperinflación.

[6] La información del tipo de cambio diario corresponde al promedio del día. Sin embargo, dado el ajuste, la volatilidad cambiaria intradiaria habría sido bastante elevada y el tipo de cambio habría alcanzado niveles muy cercanos a los 500 intis por dólar al final del día 8 de agosto de 1990, como lo señalan Velarde y Rodríguez (1992b).

[7] En dicho mes la inflación mensual (23,7%) fue más alta por algunos rezagos que quedaron de ajustes de precios relativos.

[8] En estricto, el control del balance monetario se terminó de alcanzar cuando se liberalizaron los controles de cambios y los exportadores ya no tuvieron la obligación de entregar sus divisas al BCRP y cuando se culminó con los préstamos a la banca de fomento estatal en 1991.

Cuadro 6 | El uso de un agregado monetario como ancla para combatir la hiperinflación

La racionalidad del uso de un agregado monetario para combatir la hiperinflación
Incertidumbre sobre el tipo de cambio real de equilibrio en un escenario de significativas distorsiones de los precios relativos
Falta de reservas internacionales
Fracasos recientes de programas de estabilización basados en anclas cambiarias
Incertidumbre sobre la orientación futura de la política fiscal
El entendimiento público del vínculo entre el crecimiento de la oferta monetaria y la inflación hizo posible una comunicación directa de los beneficios del control monetario

Fuente: elaboración propia.

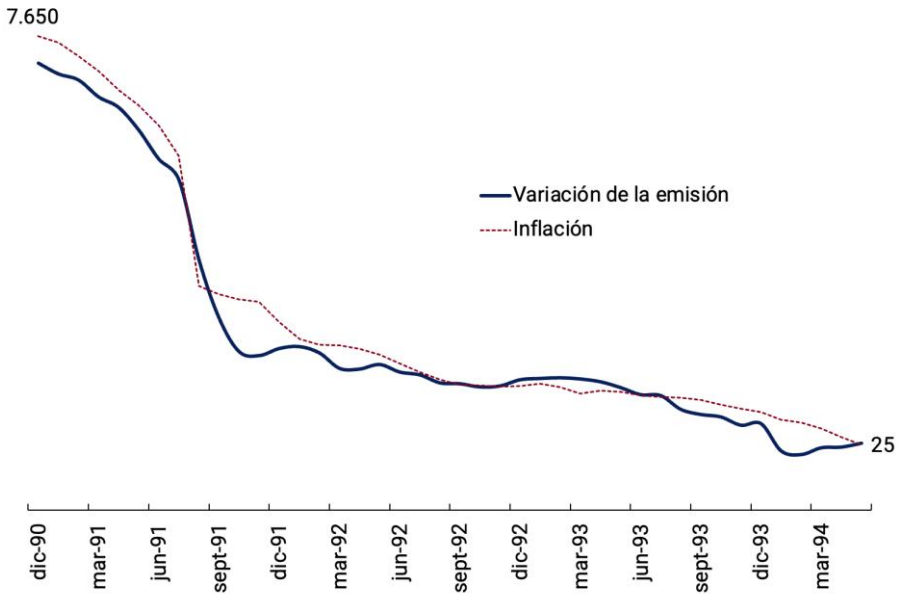
La comunicación del nuevo esquema de control de agregados monetarios se facilitó por el claro entendimiento de la población de que el proceso hiperinflacionario estaba asociado a la abundante impresión de billetes por parte del banco central, muy conocida como la famosa "maquinita". Durante la hiperinflación, la falta de liquidez internacional, los racionamientos de productos básicos y servicios esenciales y los tipos de cambio preferenciales a los que pocos tenían acceso fueron eventos que la población fácilmente asoció a los desequilibrios macroeconómicos. La gente tenía una idea clara de la inflación como un fenómeno monetario. Por ello, un mensaje fácilmente entendible por la población era que la política monetaria se orientaría a controlar los agregados monetarios y que ya no habría más financiamiento al gobierno mediante el uso de la "maquinita".

El uso de una meta operativa de tasa de interés no se tomó en cuenta porque las condiciones para ello no estaban aún dadas. Por un lado, las altas tasas de inflación y las expectativas de inflación estaban claramente vinculadas a la expansión de la emisión primaria que el público identificaba como "maquinita" y cuyo alto crecimiento provenía, casi en su totalidad, del financiamiento del déficit fiscal y de los créditos a la banca estatal de fomento. Por otro lado, se carecía de mercados monetarios (el mercado interbancario era prácticamente inexistente) y de capitales maduros, lo que hubiera permitido operaciones de mercado para influir y utilizar el canal de la tasa de interés. Este último canal recién adquirió relevancia con la implementación del esquema de metas de inflación desde el año 2002.

El compromiso de reducir la inflación mediante el control de la expansión de la emisión primaria permitió al BCRP en los primeros 3 años de desinflación ir ganando poco a poco credibilidad en su política monetaria, bajando la tasa de inflación de 7.650% en 1990 a 139% en 1991, y luego a 56,7% y 39,5% en 1992 y 1993, respectivamente. Cabe precisar que el control de la expansión de la emisión primaria se realizó sin anuncios de proyecciones o trayectorias de esta. Esto permitió evitar los problemas típicos de revisiones continuas en la demanda de dinero en economías bimonetarias que transitan hacia menores niveles de inflación.

Como se mencionó antes, días después del abandono del tipo de cambio fijo, y luego de una reducción fuerte de los saldos reales monetarios, se generó una demanda de moneda nacional que se reflejó en la reducción del tipo de cambio y la entrada del BCRP como comprador en el mercado cambiario. En aquel periodo inicial del programa de estabilización, el único instrumento de inyección de liquidez disponible era la intervención cambiaria. El alto grado de dolarización implicaba que el tipo de cambio era un buen indicador de las fluctuaciones de la demanda de dinero en moneda nacional. Es decir, la expansión decreciente de la emisión primaria que se registró hasta 1993 tuvo como finalidad reducir la inflación de manera gradual, pero el tipo de cambio no dejó de ser un indicador de las condiciones monetarias en un sistema bimonetario con fuerte sustitución monetaria luego de una hiperinflación. La reducción de los altos requerimientos de encaje en moneda nacional (que tomó 4 años) y el crecimiento gradual de la masa de intermediación en nuevos soles (denominación de la moneda desde 1991), permitieron luego desarrollar los clásicos instrumentos de control monetario indirecto y el surgimiento de un mercado de préstamos interbancarios relevante desde1995. [9] [10]

Gráfico 9 | Base monetaria e inflación: 1990-1994
Escala logarítmica, variación % de 12 meses



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

El Gráfico 9 ilustra claramente la asociación entre la inflación y la variación de la emisión primaria. Nótese que el comportamiento decreciente de la tasa de variación de la base monetaria no refleja que siguiera algún ritmo de variación predefinido. El control de agregados monetarios era flexible. No se anunciaba al público el ritmo de crecimiento

[9] En estricto, hubo una excepción a esta tendencia en agosto de 1991 cuando el trade-off entre la expansión monetaria y la necesidad de intervenir en el mercado cambiario ante el ingreso de capitales fue enfrentado con un aumento transitorio de los encajes en moneda nacional. Posteriormente, se comenzaron a utilizar las operaciones monetarias de esterilización vía colocación de Certificado de Depósitos del BCRP (CDBCRP) que hasta hoy se mantienen.
[10] Para mayor detalle ver Armas, Grippa, Quispe y Valdivia (2001).

estimado de la emisión primaria debido a la incertidumbre que se reflejaba en las proyecciones. En este escenario de falta de credibilidad, era importante anunciar medidas cuya implementación estuviera asegurada mediante una comunicación sencilla y directa, como la de precisar que el banco central controlaría la expansión de la masa monetaria acorde con las necesidades de la economía, y ya no usaría la "maquinita" para financiar al gobierno.

Sin compromisos numéricos ante el público, el área de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú elaboraba mensualmente el programa monetario de uso interno, y con base a las proyecciones de este programa se buscaba alcanzarlas, analizando en el proceso la evolución de las variables macroeconómicas y, al mismo tiempo, refinando las proyecciones y ajustándolas en tanto fueran siempre consistentes con la búsqueda de la reducción de la inflación. En resumen, fue un proceso de retroalimentación continua y de proyecciones con metas flexibles de la evolución de la base monetaria.

La ausencia de un compromiso con un número específico en el ritmo de creación de la base monetaria le permitía al banco central manejar en forma flexible el *trade-off* con la necesidad de acumular reservas internacionales. Así, la flexibilidad en el establecimiento de las metas de expansión monetaria ayudaba al banco central a modular en forma continua el *trade-off* existente entre la necesidad de acumular reservas internacionales y el control del ritmo de expansión de la emisión primaria. De esta manera, los refinamientos se efectuaban mensualmente contemplando la necesidad de ambas, acumular reservas internacionales y controlar el ritmo de variación de la emisión primaria.

En 1994, la inflación anual se redujo al 15%. Los agentes económicos percibieron la importante ganancia relativa hacia la estabilidad monetaria y se observó un quiebre en la demanda por saldos monetarios reales.[11] Surgió la importancia de refinar la comunicación al público de que era su demanda por saldos monetarios reales la que aumentaba gracias a su percepción y confianza en la estabilidad y que no era un aumento de los saldos monetarios debido a la dominancia fiscal, como se había observado por mucho tiempo antes del programa de estabilización.

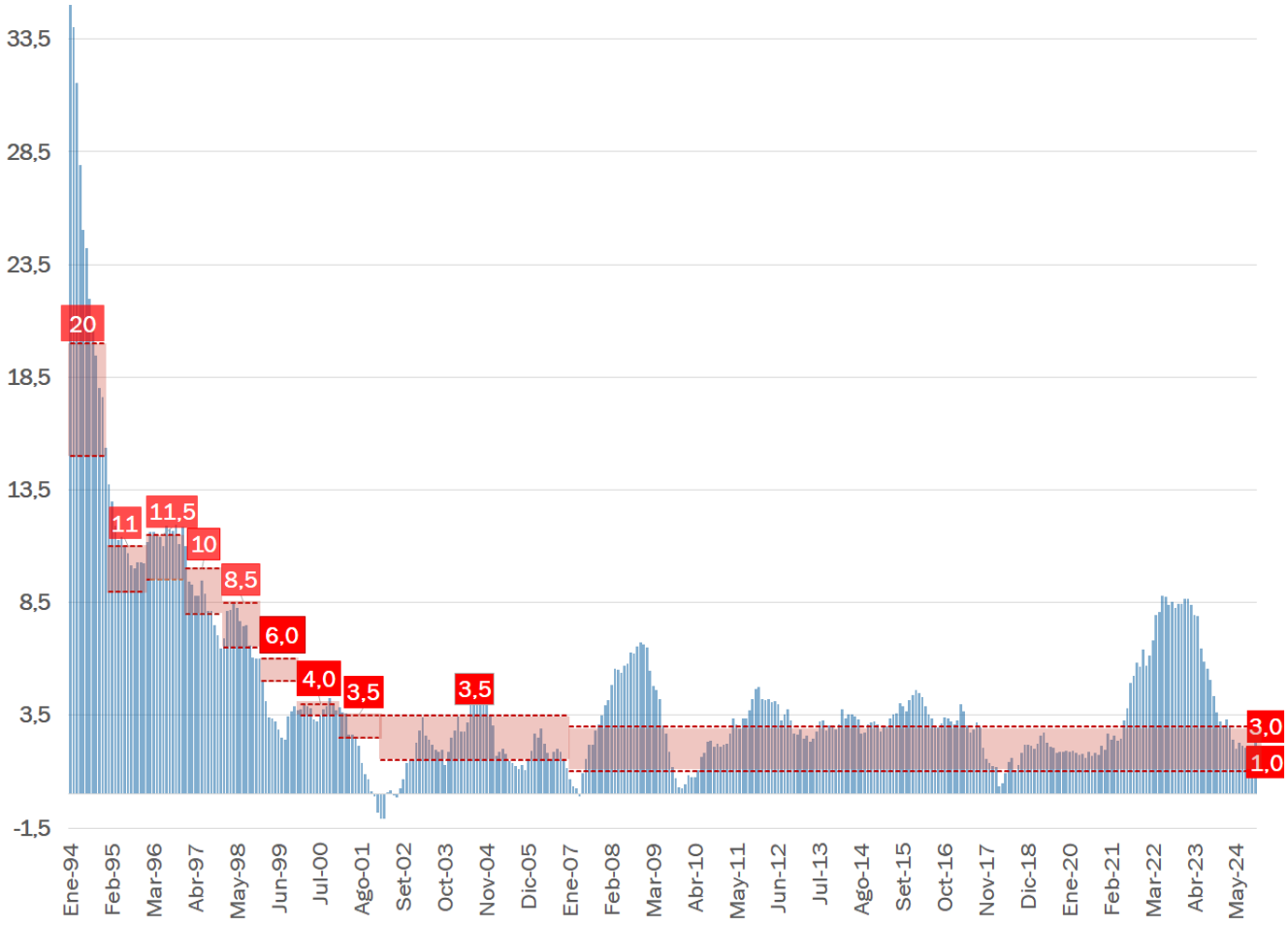
Así, no fue casual que en 1994 el banco central anunciara por primera vez, fortalecido por la mayor confianza en los resultados obtenidos hasta entonces, el rango meta de inflación, justamente, con el objetivo de enfatizar el compromiso del banco con la reducción de la inflación hasta asegurar una sostenida estabilidad de precios (Gráfico 10).

Al inicio del programa, los fuertes ajustes de precios buscaron corregir las distorsiones en los precios relativos. Los precios de los combustibles se incrementaron hasta 3.000% (ver Cuadro 7), las tarifas de los servicios de agua potable, electricidad y teléfonos se ajustaron hasta 1.000%. En forma similar, se ajustaron los precios de los alimentos y otros precios

[11] Quispe (1998) identifica en julio de 1994 un quiebre importante en la demanda por saldos monetarios reales que se debería a la profundización del proceso de remonetización de la economía durante 1994, en un contexto de reducción importante de la inflación desde 39% en 1993 a 15% en 1994

controlados, y se dejó que los precios en general se ajustaran de acuerdo con la oferta y demanda del mercado. Las magnitudes de estos ajustes estuvieron influenciadas por el nivel previo de tipo de cambio sobrevalorado que les asignaba el sistema de tipos de cambio múltiples.

Gráfico 10 | Rango de metas de inflación 1994-2024



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

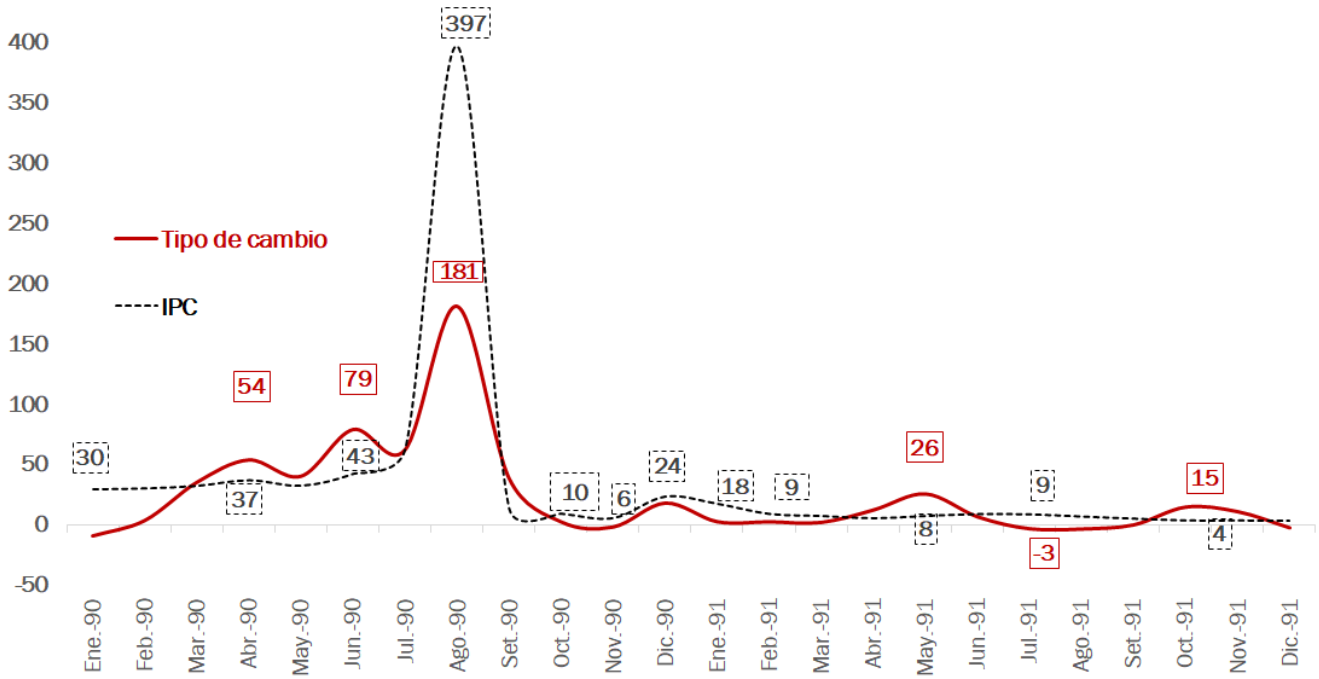
Cuadro 7 | El programa de estabilización: primer día

Combustibles	Julio 28, 1990	Agosto 8, 1990	Ajuste
Gasolina 84-octanos (Intis por galón)	21.000	675.000	3.114%
Gasolina 95-octanos (Intis por galón)	41.800	1.120.000	2.579%
Kerosene doméstico (Intis por galón)	19.000	608.000	3.100%
Gas propano (Intis por balón de 24 Lbs.)	55.000	1.500.000	2.627%

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Con este ajuste orientado a corregir la distorsión de precios relativos, la inflación fue de 400% sólo en el mes de agosto de 1990 (Gráfico 11). Luego la inflación comenzó a ceder, aunque, debido a la magnitud del ajuste inicial, algunos precios mostraban todavía rezagos temporales.

Gráfico 11 | Índice de precios del consumidor (IPC) y tipo de cambio
Variaciones % mensuales



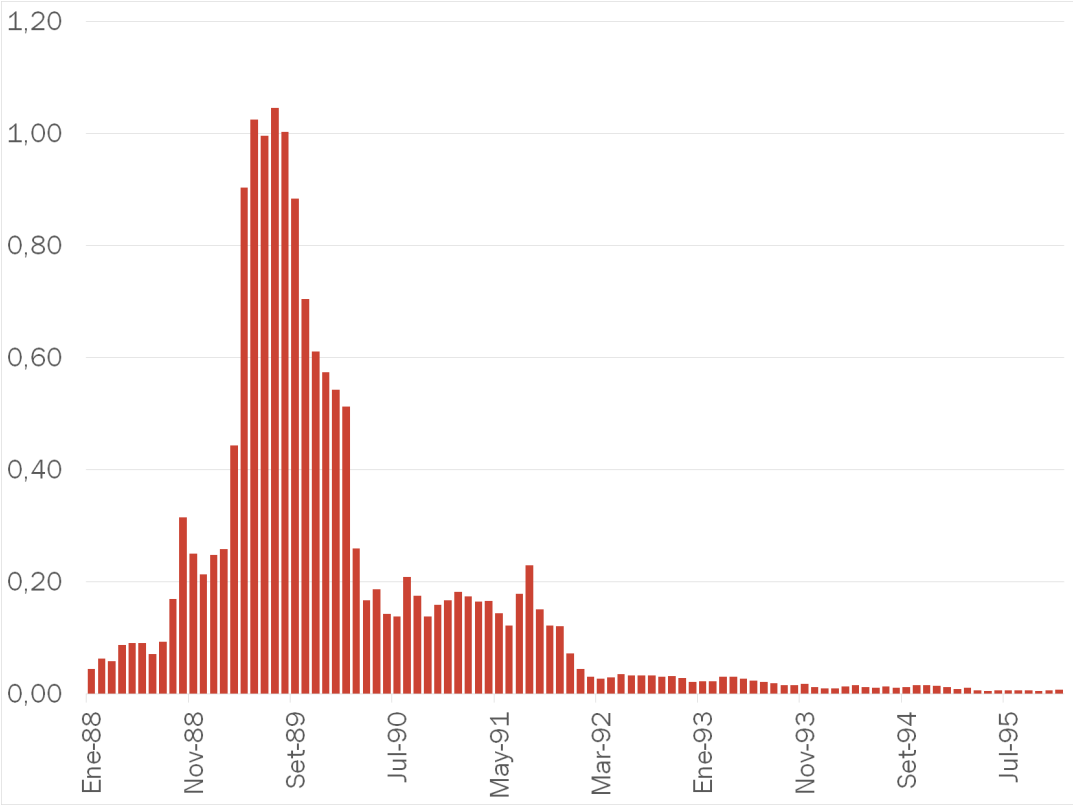
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP

Ante la necesidad de corregir los rezagos en los precios, en diciembre de 1990 se implementaron nuevos ajustes que se reflejaron en una inflación mensual de 24% en dicho mes.

Para medir la fuerte distorsión en los precios relativos que indujeron muchas ineficiencias en la asignación de los recursos durante los escenarios de altos niveles de inflación, utilizamos el indicador muy clásico propuesto por Theil (1967). Dicho indicador presenta una forma sencilla de medir la distorsión de precios mediante el cálculo de la magnitud del cambio del precio relativo en un periodo definido con respecto al periodo inmediatamente anterior. Para ello, se computa la suma ponderada de las desviaciones cuadráticas de las tasas de variación de los precios específicos de cada uno de los componentes de la canasta del índice de precios del consumidor, con respecto al cambio del precio promedio reflejado por el índice de precios. Esta suma ponderada es una medición de los movimientos no proporcionales de los precios que forman parte del índice general y que, por consiguiente, reflejaría la evolución de la distorsión de los precios relativos.

Con esta medición, en el Gráfico 12 se puede observar que la distorsión de los precios relativos durante la década de los ochenta se profundizó desde 1988 llegando a mediados de 1989 a su mayor distorsión, debido principalmente a la alta dispersión de la estructura arancelaria peruana, que luego se profundizó aún mucho más con los tipos de cambio diferenciados de entonces, además de la diversidad de controles de precios y subsidios presentes, entre otros factores.

Gráfico 12 | Dispersión de los precios relativos 1988-1995



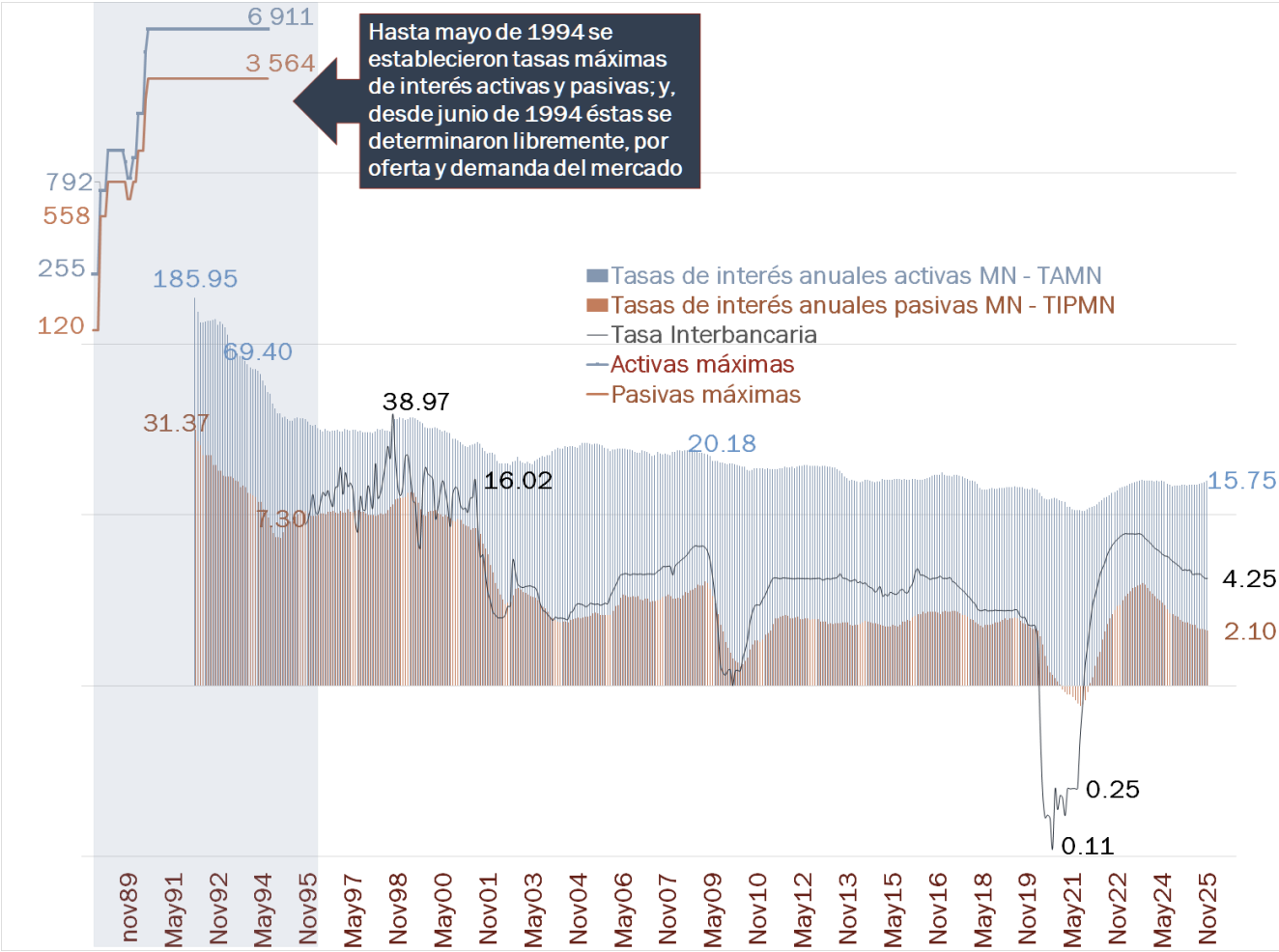
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y Consensus Forecast.

Luego de las reformas implementadas con el programa de estabilización, principalmente por la unificación cambiaria a un solo tipo de cambio flotante y por la liberalización comercial, reducción y simplificación arancelaria; la distorsión en los precios relativos se redujo significativamente y desde 1992 se observaron niveles de volatilidad incluso menores a los periodos previos a la hiperinflación.

Asimismo, una de las primeras medidas adoptadas en el programa de estabilización fue la eliminación de los controles de precios y de los subsidios, 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; los que complementaron la corrección de la distorsión de los precios relativos.

Como en todo sistema que controla las tasas de interés, lo que se generó típicamente es que la hiperinflación fue mucho más rápida que los topes máximos que se establecieron para las tasas de interés. Así, con la estabilización, cuando la inflación bajó, se dejaron los topes en los niveles elevados, y ello en la práctica implicó la liberalización de las tasas de interés del sistema financiero peruano, que comenzaron a establecerse de acuerdo con la oferta y demanda de fondos prestables (Gráfico 13).

Gráfico 13 | Evolución de las tasas de interés activas, pasivas e interbancaria en moneda nacional
En porcentaje, en escala logarítmica



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Una parte importante de la corrección de los precios relativos estuvo asociado a la simplificación de la estructura de tasas arancelarias desde 38 niveles (nivel máximo de 110%, incluyendo una sobretasa máxima de 22%) hasta 3 niveles (15%, 25% y 50%). Esta simplificación estuvo acompañada de la eliminación de las sobretasas, las exoneraciones y beneficios arancelarios, todas las prohibiciones y restricciones paraarancelarias para importar, así como de una serie de impuestos aplicables a la importación.

Así, 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 con apertura comercial al resto del mundo.

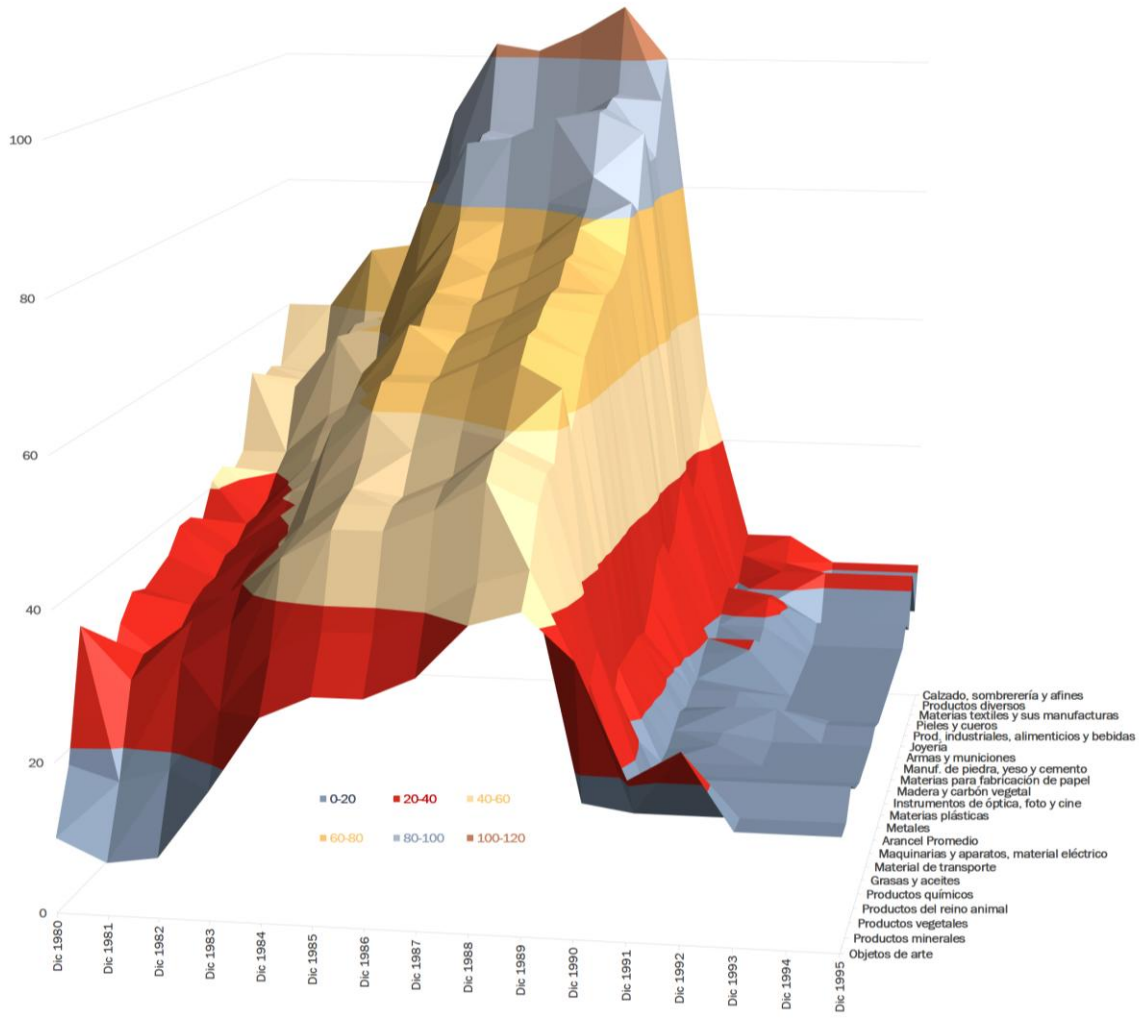
La política comercial, como puede observarse en el Cuadro 8 y en el Gráfico 14, era completamente discriminatoria entre los distintos sectores de la economía, generando niveles de aranceles elevadísimos, sin contar, por supuesto, con el nivel de prohibiciones que había para importaciones o sin mencionar las licencias previas que había para hacerlo.

Cuadro 8 | Evolución de la estructura arancelaria 1989-2020 (en porcentajes)

	Dic 1980	Dic 1985	Dic 1988	Dic 1989	Set 1990	Dic 1990	Dic 1991	Dic 1992	Dic 1993	Dic 1996	Dic 1997	Dic 2003	Oct 2007	Dic 2013	Dic 2020
Arancel promedio con sobretasas	34	63	70	66	32	26	17	18	16	16	14	10	6	3	2
Desviación Estándar	18	24	20	25	17	13	4	4	3	3	4	6	6	4	4
Arancel máximo	60	120	84	84	50	50	25	25	25	25	20	20	20	11	11
Arancel máximo con sobretasa	60	137	108	110	60	50	25	25	25	25	25	25	25	n.d.	n.d.
Sobretasa al valor CIF	0	17	24	19	10	0	0	0	0	0	5	5	5	n.d.	n.d.
Número de partidas con tasas:															
a. de 0%	31	6	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0	3.568	4.224	5.564
b. De más de 0% y hasta 10%	388	179	462	683	0	0	0	0	0	0	0	2.998	2.718	2.538	1.546
c. De más de 10% y hasta 20%	755	614	325	298	2.177	2.177	4.319	4.779	5.629	5.632	6.527	3.994	1.065	792	680
d. De más de 20% y hasta 30%	1.577	576	574	530	1.945	1.945	950	1.704	854	866	0	0	0	0	
e. De más de 30% y hasta 40%	768	749	736	689	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
f. De más de 40% y hasta 50%	436	1.223	1.204	1.143	1.147	1.147	0	0	0	0	0	0	0	0	
g. De más de 50% y hasta 60%	1.149	580	569	562	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
h. De más de 60% y hasta 70%	0	130	127	126	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
i. De más de 70% y hasta 80%	0	313	307	285	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
j. De más de 80%	0	967	950	940	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Total partidas arancelarias	**5.104**	**5.337**	**5.254**	**5.266**	**5.269**	**5.269**	**5.269**	**6.483**	**6.483**	**6.498**	**6.527**	**6.992**	**7.351**	**7.554**	**7.790**

Fuente: BCRP y MEF.

Gráfico 14 | Estructura arancelaria
En porcentaje



Fuente: Memorias del BCRP.

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. Se simplificaron los procedimientos aduaneros y se dejó libre la importación de alimentos, que antes eran monopolios estatales.

Además, se introdujo una tasa arancelaria especial de 5% sobre las importaciones de chatarra de hierro por la entonces siderúrgica estatal (SIDERPERU) y se adoptó un recargo variable para unas 18 importaciones de alimentos básicos para proteger al sector agrícola. Se eliminó el impuesto temporal sobre las exportaciones para todos los exportadores en marzo de 1991, excepto para las grandes compañías mineras, y se amplió el sistema de ingreso temporal libre de impuestos de insumos importados, a modo de incluir a todas las industrias exportadoras. Se eliminaron los créditos subsidiados previos a la exportación (FENT), así como también el otorgamiento de subsidios para exportaciones no tradicionales (CERTEX) a nuevas operaciones.

La simplificación de la estructura arancelaria fue el primer paso en la reforma comercial, que continuó en los siguientes años, con la revisión y modificación de las tasas y partidas arancelarias, y luego con la firma de tratados de libre comercio con la mayor cantidad posible de países, incluidas las principales economías del mundo.

Eliminación de los controles cambiarios y de los controles de capital: la adopción del sistema de flotación cambiaria, de acuerdo con la oferta y demanda del mercado de divisas, fue acompañada por un conjunto de medidas orientadas a la liberalización de las operaciones cambiarias. Se autorizó a las entidades del sistema financiero a recibir y mantener depósitos en moneda extranjera bajo la modalidad de cuentas corrientes, ahorros y depósitos a plazo. Se promulgaron un conjunto de normas que liberaron el mercado cambiario y financiero de la variedad de controles y restricciones cuantitativas existentes para la compra y venta de moneda extranjera, así como permitiendo su libre tenencia, uso y disposición.

En este periodo, la evolución del sector externo de la economía peruana estuvo determinada fundamentalmente por la liberalización cambiaria y financiera, la profundización de la apertura comercial y el proceso de reintegración del Perú a la comunidad financiera internacional.

4. La necesidad de acumular reservas internacionales

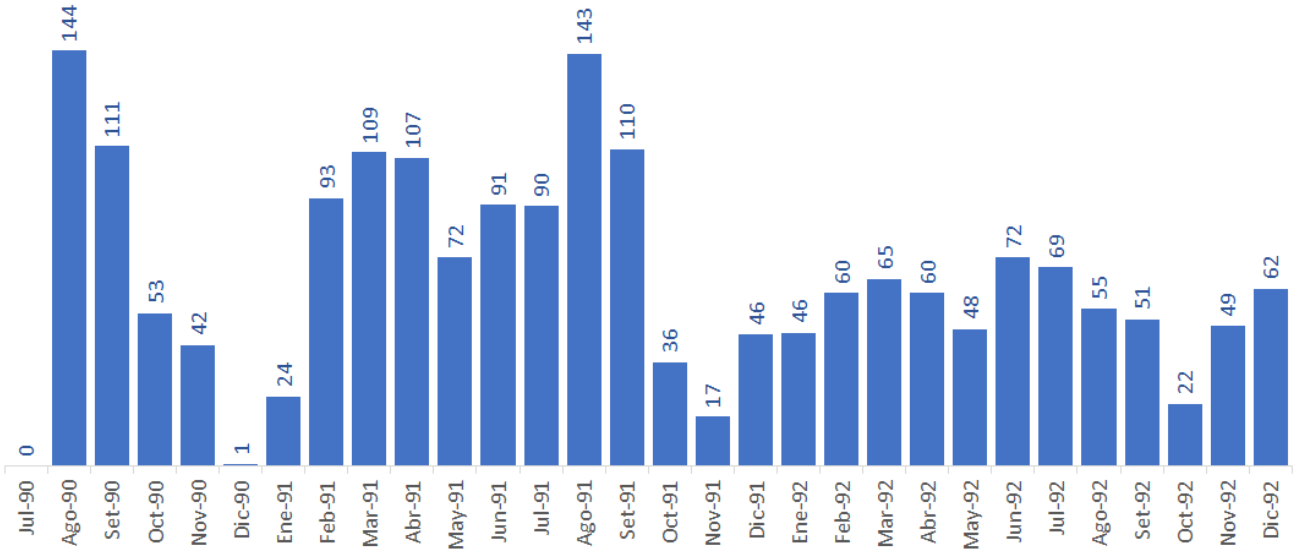
Durante el régimen monetario previo, la defensa de los tipos de cambio diferenciados y fijos al mismo tiempo, en escenarios de desequilibrios macroeconómicos, agotaban rápidamente las reservas internacionales; lo que implicó que el inicio del programa de estabilización se diera en un escenario de reservas negativas.

En el Cuadro 9 observamos la evolución de las reservas internacionales y de la posición de cambio del BCRP (diferencia entre activos y pasivos en moneda extranjera). Las reservas

internacionales pasaron de un saldo negativo de USD105 millones en julio de 1990 a uno positivo en USD531millones al cierre de 1990 y a USD2 mil millones en diciembre de 1992. La posición de cambio (reservas internacionales menos los depósitos en moneda extranjera de los residentes) era al inicio del programa todavía más negativa, con un nivel de -USD1.071 millones.

En el gráfico 15 podemos observar que en agosto de 1990 se compraron US$ 144 millones, y el promedio mensual de compras entre agosto de 1990 y diciembre de 1992 fue de US$ 67 millones de dólares.

Gráfico 15 | Compras de Moneda Extranjera del BCRP
En millones de US$



Fuente: Esteban Hnyilicza "Inflation stabilization and exchange rate policy: Strategic options for Peru" mimeo

Cuadro 9 | Acumulación de reservas internacionales

	Jul.-1990	Dic.-1990	Feb.-1991	Dic.-1991	Dic.-1992	15-Dic-25
Reservas Internacionales netas (millones de dólares)	-105	531	419	1 304	1 964	92 419
Posición de cambio del banco central (millones de dólares)	-1071	-315	-386	-55	319	59 338
Tipo de cambio oficial (Soles por dólar)	0.057	0.528	0.560	0.970	1.640	3.3702

Fuente: Memorias y portal web del BCRP.

El esquema cambiario adoptado de flotación con intervención le permitió al banco central recomponer sus reservas internacionales y, al mismo tiempo, proveer de liquidez en moneda nacional al sistema financiero mediante compras de moneda extranjera en el mercado cambiario.

A partir de setiembre de 1990, las compras de moneda extranjera se supeditaron a las metas establecidas para el crecimiento de la emisión primaria. Más aún, en un escenario de profunda

desintermediación financiera y alta inflación, la masa monetaria en moneda nacional se había reducido al mínimo, y la única manera de reestablecerla era mediante la intervención cambiaria del banco central.

De esta manera, la intervención cambiaria fue por mucho tiempo, luego de la implementación del programa de estabilización, la única forma de expandir la base monetaria y acorde con el compromiso del banco central de establecer las metas correspondientes para un adecuado retorno a la estabilidad monetaria mediante el control de la inflación. Ello, al mismo tiempo, permitió que el banco central acumulara importantes niveles de reservas internacionales, necesarias en un escenario de alta dolarización y fragilidad a los *shocks* financieros internacionales, y que permitió transitar de un país sin reservas a una economía con uno de los mayores niveles de reservas internacionales de la región en la actualidad, tanto en nivel como en proporción al producto bruto interno.

4.1. El rol de los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera

Ante la elevada afluencia de repatriación de capitales privados, el Banco Central complementó las intervenciones cambiarias, con altos requerimientos del encaje para los depósitos en dólares, a fin de reducir la vulnerabilidad financiera asociada a la intermediación en esa moneda.

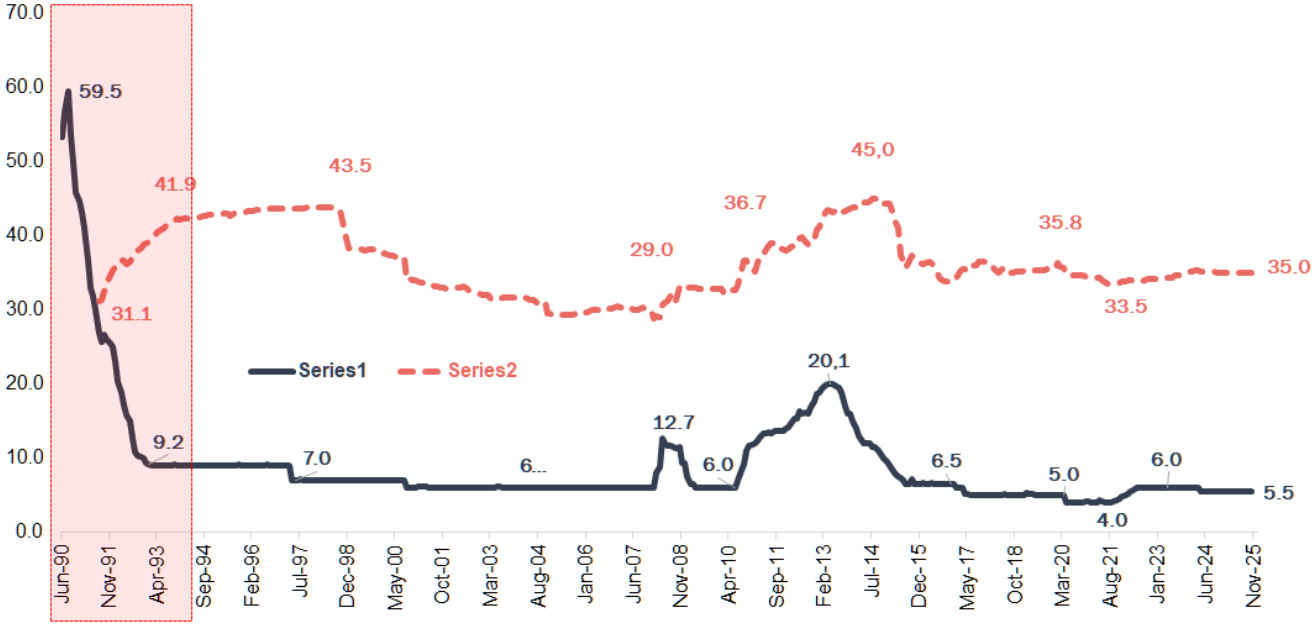
Una de las reformas más importantes fue la financiera y del mercado de capitales, que terminó con la represión financiera. Como otros precios en la economía, las tasas de interés habían estado controladas con límites, que daban como resultado tasas reales negativas y la consecuente desintermediación. Los niveles persistentes de alta inflación y la hiperinflación en los años 1985-1990, que implicaron tasas de interés reales cada vez más negativas, erosionaron los depósitos en los bancos y, en general, la intermediación financiera, al punto que la liquidez total cayó a 5% del PBI, lo que significaba menos de la tercera parte del monto alcanzado en la primera mitad de los ochenta.

El programa de estabilización no solo permitió reducir la inflación, sino también restituir los niveles de monetización de la economía. La desintermediación financiera se gestó en un ambiente de control de tasas de interés y de una frondosa regulación financiera, por lo que la remonetización 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 este propósito, como se puede observar en el Gráfico 16, se inició la reducción del encaje promedio para los depósitos en moneda nacional desde un nivel medio de 59,5%, en agosto de 1990, hasta llegar al 9%, que era el mínimo establecido en la Ley de Bancos. Esto concuerda con una política monetaria basada en instrumentos de mercado para el manejo de la liquidez, antes que en instrumentos regulatorios como el encaje y, al mismo

tiempo, para dar espacio a la implementación de los instrumentos de política monetaria desde la perspectiva del mercado, como las operaciones de mercado abierto con la colocación de títulos emitidos por el banco central y operaciones de reporte con la garantía de estos mismos títulos.

Gráfico 16 | Tasas de encaje promedio diario en moneda nacional y en moneda extranjera 1990-2024



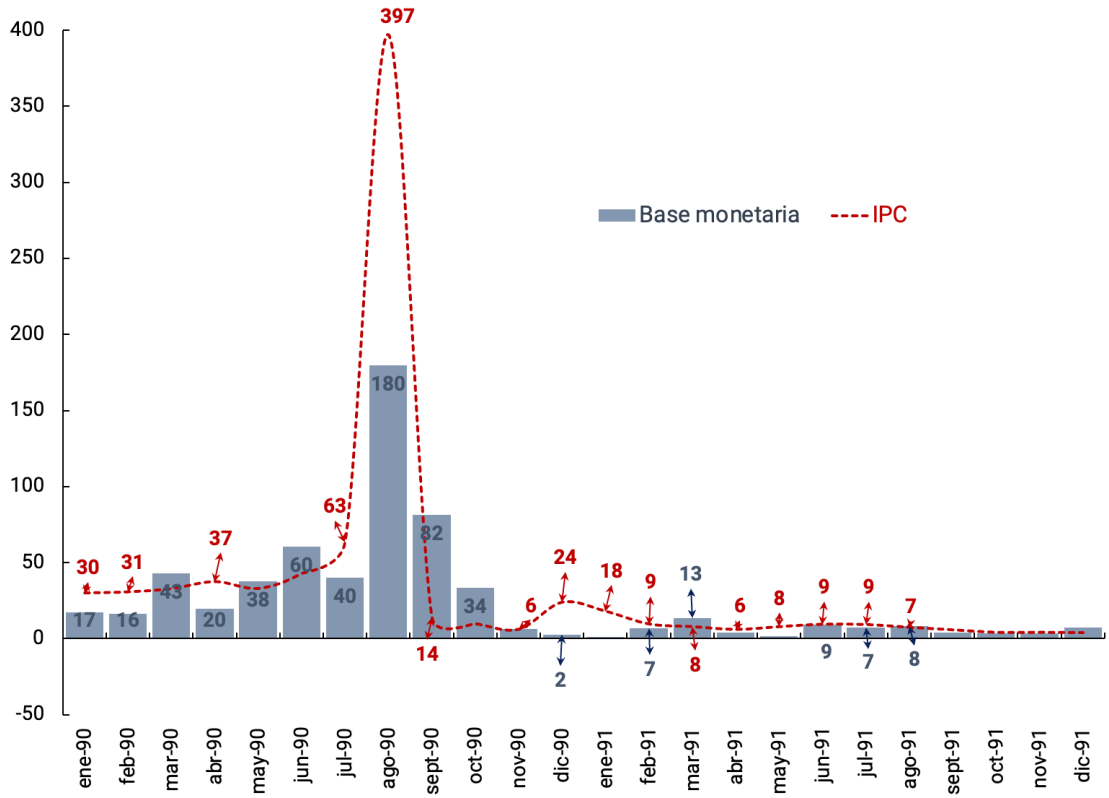
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

El encaje medio en dólares, desde el momento en que se estableció la libre tenencia de moneda extranjera, subió por política del banco central para acumular liquidez internacional que ayude a controlar los riesgos de liquidez de una economía con un alto grado de dolarización.

5. Evolución de la base monetaria y de los precios

El Gráfico 17 muestra claramente los desalineamientos de la inflación con la evolución de la base monetaria. Debido a que los precios se venían ajustando a sus niveles de mercado desde una distorsión importante de precios relativos, las velocidades de ajuste eran distintas en el tiempo y en cada componente de la canasta del consumidor. Ello dificultaba el anuncio de un número para la evolución de la base monetaria. No anunciar la proyección de la base monetaria daba flexibilidad a la implementación de la política monetaria. Esta flexibilidad fue un elemento central en la efectividad de la nueva política monetaria iniciada con el programa de estabilización.

Gráfico 17| Base monetaria y precios al consumidor
Variaciones % mensuales



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Las dificultades confrontadas al implementar la política monetaria estaban asociadas a una base monetaria muy pequeña, así, por ejemplo, sus operaciones fiscales que, a veces por su magnitud generaban fuertes drenajes de liquidez, imponían presiones de liquidez en los nacientes mercados monetarios. Fenómenos similares se observaron en eventos de importantes entradas de capitales que demandaban fuerte liquidez que afectaba seriamente la posición de liquidez en el mercado de dinero.

Poniendo en perspectiva comparativa las experiencias inflacionarias del Perú y de la Argentina, y evaluando las alternativas del anclaje de la inflación dada la experiencia de Argentina con la junta de convertibilidad, siempre se contempló la posibilidad de pasar a un tipo de cambio fijo. Ello debido a que los resultados obtenidos por la convertibilidad en el corto plazo fueron mucho mejores que los que venía obteniendo el Perú.

En el caso peruano, el esquema de control de agregados monetarios fue fácil de comunicar dado el claro vínculo entre base monetaria y precios que se observa en economías con altas tasas de inflación. Asimismo, la población había entendido la importancia de la finalización de todo financiamiento monetario del gasto público. La principal fuente de expansión de la base monetaria pasó a ser la intervención cambiaria en un escenario en el cual los agentes económicos se remonetizaban en tanto que el BCRP restablecía la necesaria acumulación de reservas internacionales que se habían agotado durante la hiperinflación. En este mismo periodo se introdujeron los instrumentos indirectos de política monetaria que operan a través de las operaciones de mercado abierto.

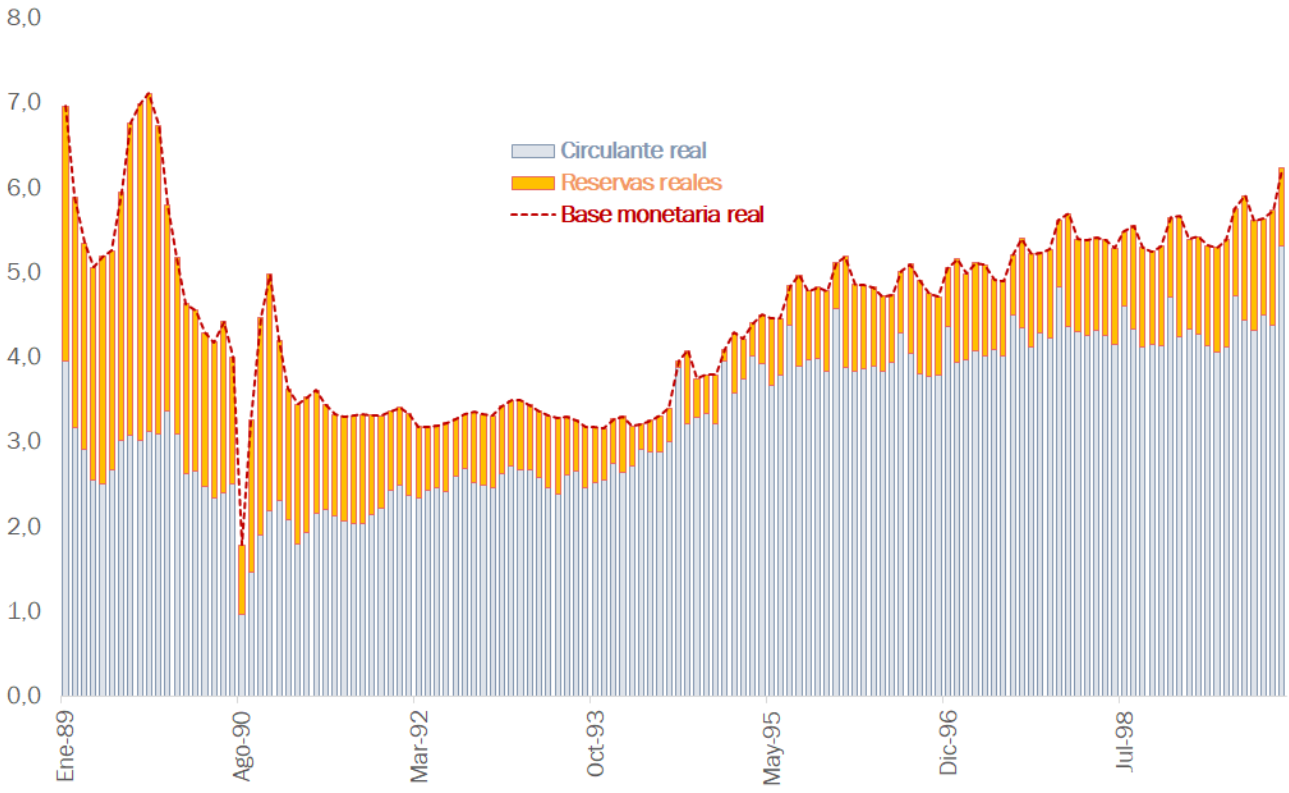
Inicialmente, como un instrumento de regulación de liquidez, se introdujeron pagarés que luego fueron reemplazados por los Certificados de Depósito del BCRP.

Sin embargo, en 1992 la inflación en el Perú todavía se encontraba en 56% anual, acompañada por un periodo de recesión como consecuencia del cierre del Congreso de la República por parte del Gobierno de Fujimori. Este efecto contractivo en la actividad económica fue profundizado por la presencia del fenómeno del Niño, que afectó severamente al sector agrícola peruano.

A partir del segundo trimestre de 1994, la demanda de dinero comenzó a incrementarse en tanto la inflación se redujo a sus niveles más bajos desde los años setenta (15% en el año 1994). En este escenario, los agregados monetarios dejaron de constituir un mecanismo efectivo de comunicación de la estrategia antinflacionaria. En este contexto, como pudimos ver en el Gráfico 10, el banco central comenzó a anunciar desde 1994, al inicio de cada año, rangos meta decrecientes para la inflación iniciándose así un camino gradual al esquema de metas explícitas de inflación.

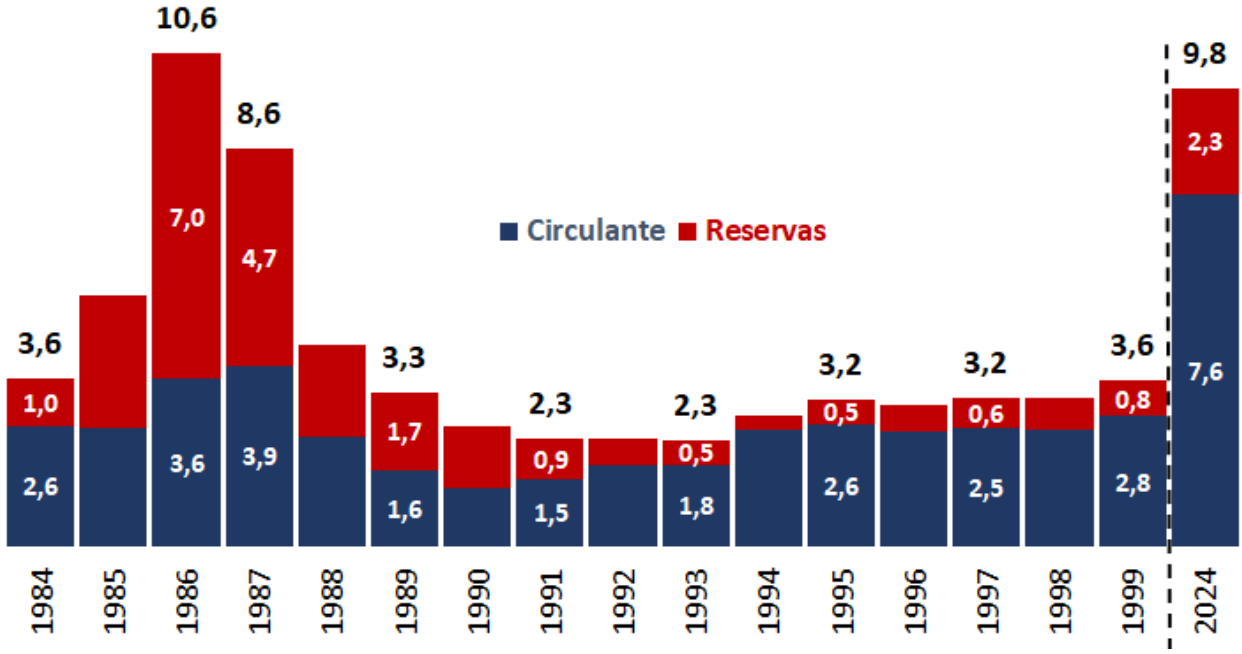
Los gráficos 18 y 19 muestran claramente que la base monetaria se redujo fuertemente en 1990 con la hiperinflación y recién desde el año 1994 se observó una recuperación gradual de la emisión primaria debido al aumento de la demanda por la moneda nacional en un escenario en el que la población comenzó a percibir la estabilidad monetaria. Hacia 1999 la política monetaria autónoma del BCRP consiguió reducir la inflación al 3,7% anual, nivel comparativo con el ámbito internacional desarrollado.

Gráfico 18 | Base monetaria, circulante y reservas
Millones de soles rales de diciembre de 1990



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Gráfico 19 | Evolución de la base monetaria como porcentaje del PBI



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Entre 1992 y 1993 se implementó en el Perú una de las reformas institucionales fundamentales que adecuó la legislación de la banca central a la implementación de una política monetaria independiente. Al cierre de 1992 se publicó la nueva Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú que señalaba el objetivo único de estabilidad monetaria y en el segundo trimestre de 1993 en el capítulo de "La Moneda y La Banca" de la Constitución Política del Perú se precisaba que:

> "El Banco Central es persona jurídica de derecho público. Tiene autonomía dentro del marco de su Ley Orgánica. 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.
>
> El Banco informa al país, exacta y periódicamente, sobre el estado de las finanzas nacionales, bajo responsabilidad de su Directorio.
>
> El Banco está prohibido de conceder financiamiento al erario, salvo la compra, en el mercado secundario, de valores emitidos por el Tesoro Público, dentro del límite que señala su Ley Orgánica".

Desde 1994, con la estabilización de la economía y la remonetización, se observó una disociación entre los agregados monetarios y la inflación y que, junto a la modernización del sistema financiero y la recuperación de la confianza en la moneda peruana, comenzó a presentar el típico problema de la inestabilidad de la demanda de dinero. Con ello, entre 1994 y el 2001 se experimentó una transición hacia el esquema de Meta de Inflación.

Desde 2002 el Banco Central de Perú adoptó un esquema de Metas Explícitas de Inflación

que incorporó en su diseño los riesgos financieros de la dolarización, siendo el primer país bimonetario en adoptar dicho esquema. Desde septiembre del 2003, se adoptó plenamente la tasa de interés de referencia para el mercado interbancario de corto plazo como el instrumento operativo de la política monetaria implementada por el Banco Central.[12]

La meta de inflación inicial fue 2,5% y luego bajo a 2,0% desde el 2007, siempre con un rango de tolerancia de un punto porcentual por encima y por debajo.[13] La inflación promedio en el Perú ha sido 3% en este siglo (2001-2023), muy cerca de la inflación de Estados Unidos, que en el mismo periodo fue de 2,7%. La inflación peruana es la más baja entre los países de la región que operan con su propia moneda nacional. Los países que tienen inflaciones más bajas que el Perú son Panamá, con un 2,2%, y El Salvador, con el 2,5%, ambas economías que están totalmente dolarizadas.

6. El proceso de liberalización del mercado financiero y del mercado de capitales

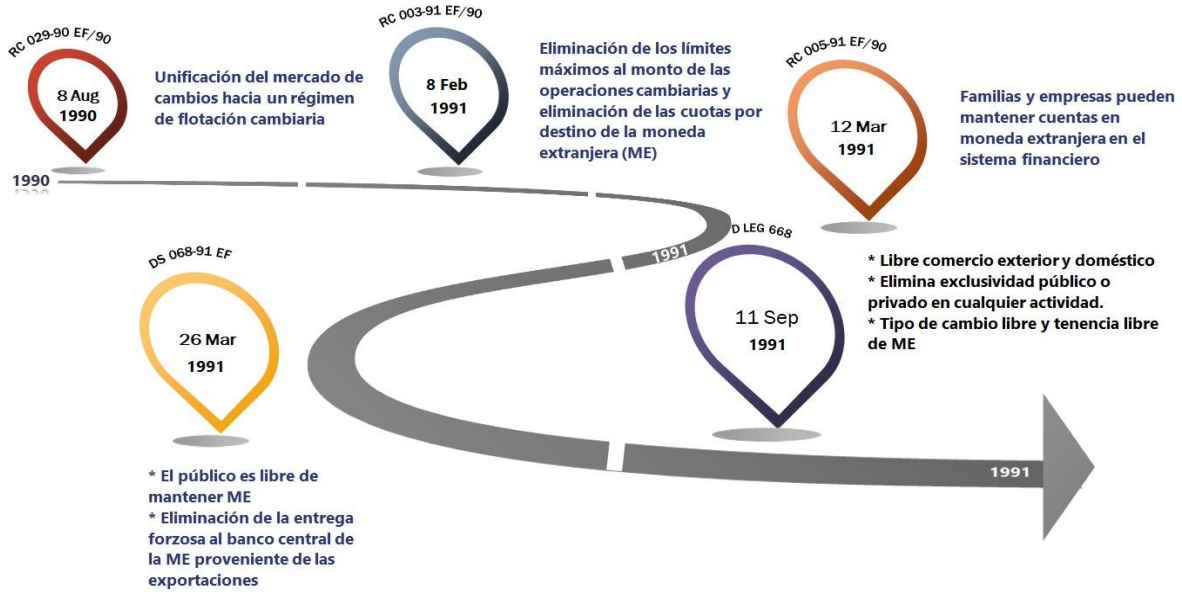
En febrero de 1991 ingresó como ministro de la cartera de Economía Carlos Boloña, quien profundizó las reformas en el mercado financiero y de capitales liberalizándolos completamente. El ministro Boloña simpatizaba con la idea de dolarizar la economía peruana. Enfocó su atención en la necesidad de eliminar la Banca de Fomento y en la reforma total del Banco Central, que antes del programa de estabilización había cedido a la predominancia fiscal.

El proceso de liberalización del mercado financiero y de capitales se inició el 8 de agosto de 1990 con la unificación del mercado de cambios hacia un régimen de flotación cambiaria. El 8 de febrero de 1991 se eliminaron los límites máximos al monto de las operaciones cambiarias y también las cuotas de las remesas o pagos en moneda extranjera según su destino. El 12 de marzo de 1991, mediante resolución cambiaria 003-91-EF/90, se autorizó al sistema financiero a abrir cuentas en moneda extranjera para las familias y las empresas. Esta medida se complementó el 26 de marzo de 1991 mediante el Decreto Supremo 068-91-EF, que estableció que el público en general fuera libre de mantener moneda extranjera y que eliminaba la entrega forzosa al banco central de la moneda extranjera proveniente de las exportaciones. El 11 de setiembre de 1991, mediante Decreto Legislativo 668 se estableció la libertad del comercio exterior y doméstico, se eliminó la exclusividad pública o privada en cualquier actividad económica y se garantizó el tipo de cambio de libre mercado y la tenencia libre de moneda extranjera (Gráfico 20).

La liberalización radical de la cuenta de capitales ocurrió en un escenario en el cual los agentes económicos domésticos repatriaban ya los depósitos en moneda extranjera que mantenían en el exterior. Este proceso de repatriación de depósitos en moneda extranjera se acentuó aún más con la liberalización. Esta evolución se reflejó claramente en el Gráfico 20 que muestra la evolución de los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero doméstico.

[12] Para más detalles ver Armas y Grippa (2006).
[13] El énfasis en la comunicación en el caso del BCRP ha sido más el rango meta más que un nivel puntual.

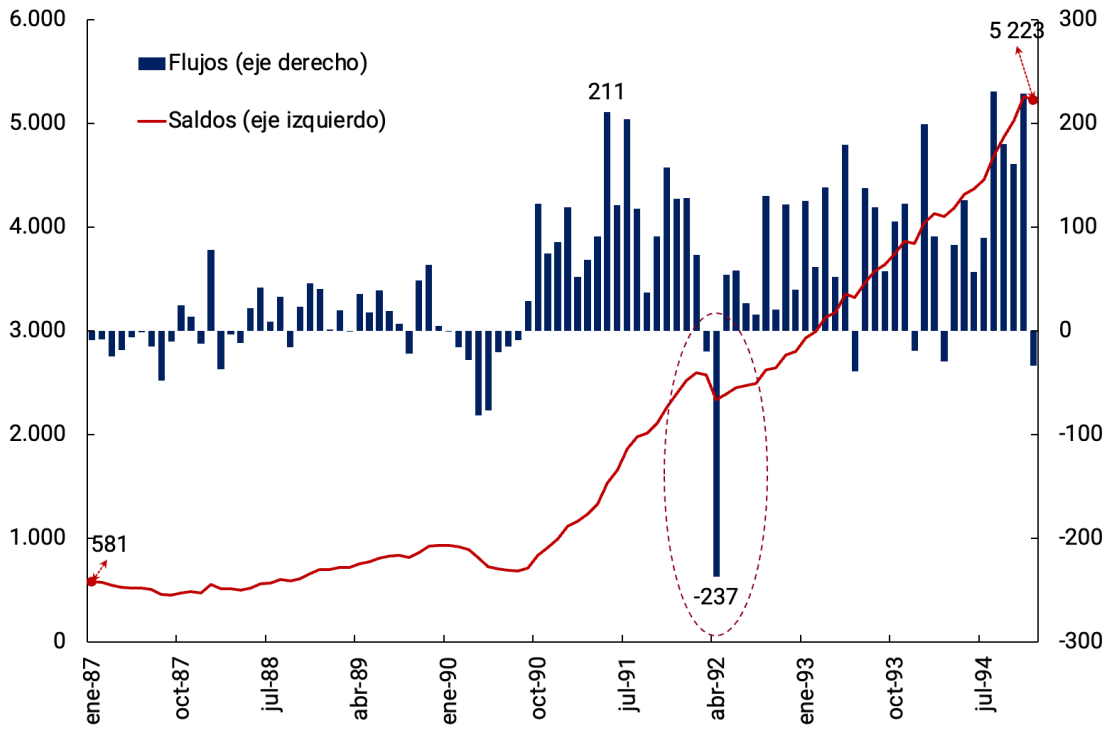
Gráfico 20 | El proceso de liberalización del mercado financiero y del mercado de capitales



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Los agentes económicos percibieron claramente el cambio de régimen en los mercados financieros y de capitales lo que los incentivó a repatriar los depósitos que mantenían en el exterior. Se observó en la repatriación de depósitos una reversión de corto plazo en abril de 1992, cuando el gobierno disolvió el Congreso de la República. Sin embargo, el proceso se reinstauró una vez que se tranquilizó la situación política por la convocatoria a nuevas elecciones.

Gráfico 21 | Depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario doméstico
Millones de dólares

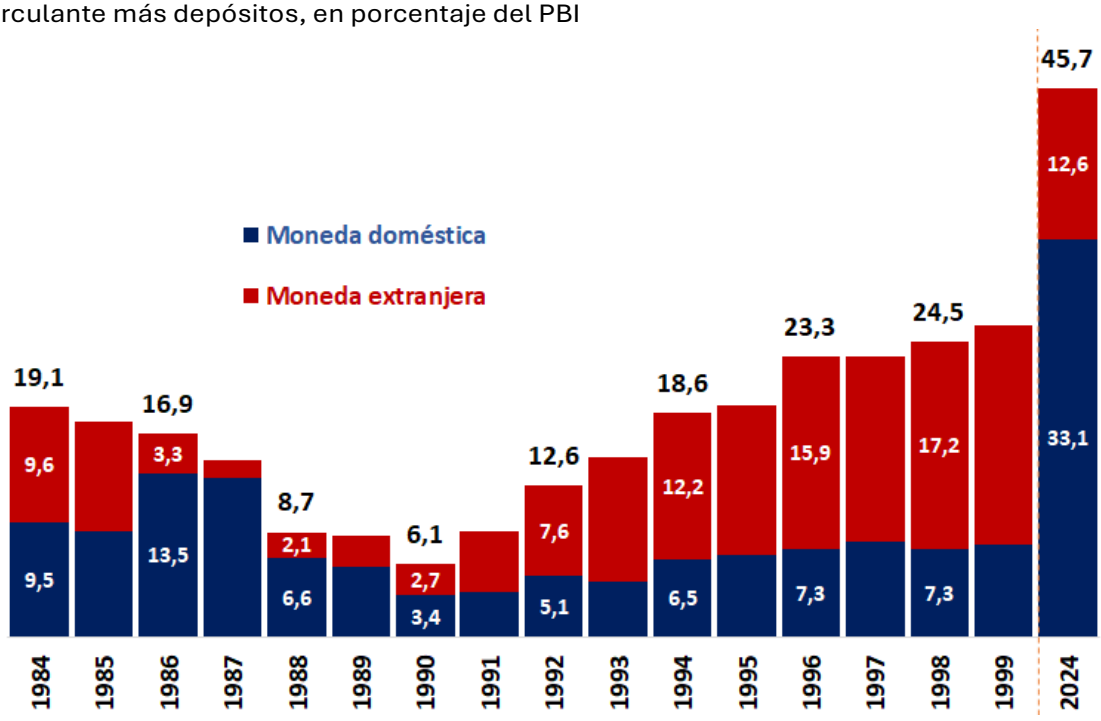


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

El cambio de régimen y de las reglas de juego (incluyendo la derogación de la ley de estatización del sistema financiero de 1987) dieron la confianza a los ciudadanos para repatriar sus ahorros en moneda extranjera hacia la banca local, con lo cual el crédito bancario comenzó a crecer. Todavía faltaba mucho trabajo por hacer para recuperar la confianza en la moneda nacional, por lo que el sistema financiero peruano volvió a crecer, pero principalmente dolarizado.

La economía peruana acudió a un cambio en la forma de mantener dólares de los agentes económicos, quienes debido a los altos niveles de inflación y a la hiperinflación de los periodos previos a la estabilización, ya se encontraban dolarizados y mantenían su riqueza como dinero circulante en dólares, y de aquellos con mayores ingresos y conexiones que mantenían su riqueza como depósitos en moneda extranjera en el exterior. Con la estabilización y la liberalización de los mercados financieros y de capitales, los agentes económicos retornaron con sus dólares al sistema financiero doméstico. El Gráfico 22 ilustra claramente dicho proceso de mayor intermediación financiera predominantemente en dólares. Así, la liquidez total de las sociedades de depósitos (definida como circulante en moneda nacional más depósitos en moneda nacional y extranjera) se elevó de un nivel ínfimo de 6,1% del PBI en 1990 a 12,6% en 1992 y 24,2% en 1998, siendo este crecimiento predominantemente en dólares (17% del PBI en 1998). Esta evolución dolarizada trajo consigo una de las vulnerabilidades más riesgosas al sistema financiero peruano, principalmente por el riesgo de liquidez en moneda extranjera y el riesgo cambiario-crediticio para los préstamos bancarios. En particular, se registró una fuerte salida de pasivos externos de los bancos en septiembre de 1998, lo que conllevó una contracción crediticia severa y al estancamiento de la economía en dicho año y en el siguiente.

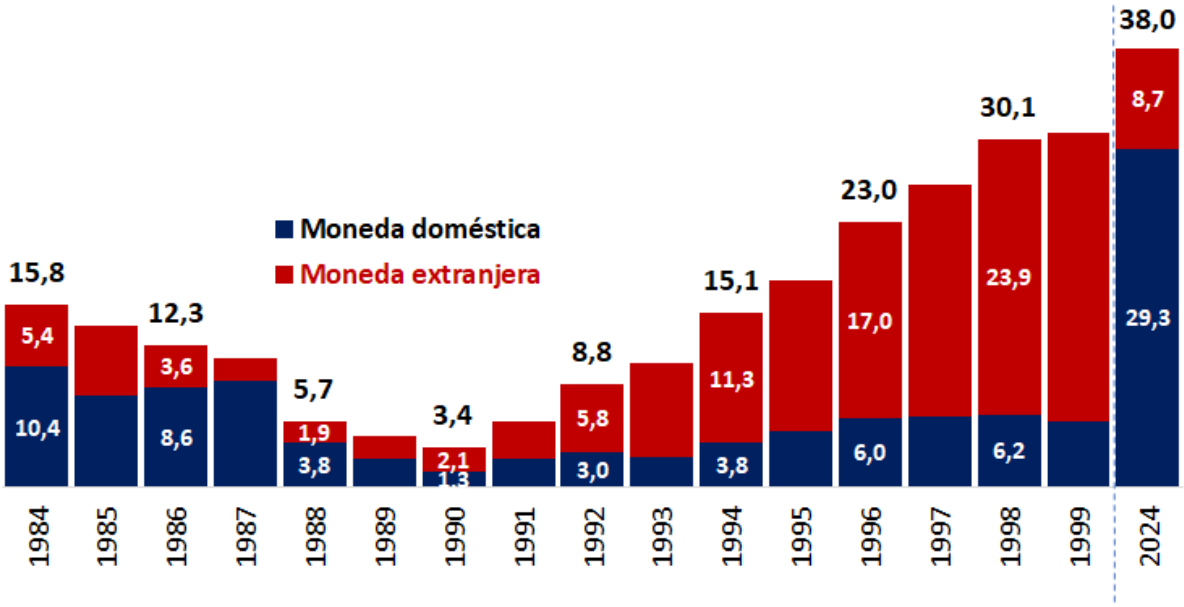
Gráfico 22 | Coeficiente de Agregados monetarios
Circulante más depósitos, en porcentaje del PBI



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

En el presente siglo, con la percepción de una estabilidad monetaria sostenible, se recuperó la confianza en la moneda nacional y se profundizó la intermediación financiera en moneda doméstica. La masa monetaria se elevó a 45,7% del PBI. Pero esta vez, en un entorno de inflaciones en niveles internacionales, la mayor parte pasó a ser en moneda nacional (33,1% del PBI), a diferencia de los noventa. De hecho, el nivel del agregado monetario en moneda nacional alcanzado en este entorno de inflación baja y estable es el más alto de la historia peruana. El tamaño del crédito bancario y su composición por monedas siguieron, como es natural, a los agregados monetarios (Gráfico 23).

Gráfico 23 | Dolarización de los créditos
En porcentaje del PBI



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Varias economías planteaban el tema de la dolarización total como una alternativa para la estabilización. Esta idea estuvo presente en el Perú en los primeros años de los noventa como resultado de la inflación aún alta y luego de la crisis rusa en 1998, cuando el sol se depreció en un 20%. Sin embargo, gracias al éxito de la estabilización las propuestas de dolarización total se han desvanecido.

7. Conclusiones

El programa de estabilización de 1990 en Perú se caracterizó por iniciar un cambio de régimen económico hacia una economía de mercado, con apertura al resto del mundo, y sólidos fundamentos macroeconómicos. El pilar fundamental del éxito del programa fue el apoyo de la población y el fin de la dominancia fiscal desde el inicio. La política fiscal disciplinada y equilibrada, sostenible, es ciertamente fundamental para el éxito de cualquier régimen monetario.

Se diferenció de otros programas de estabilización en el abandono del régimen de tipo de cambio fijo y en el uso de metas monetarias sin anuncios numéricos específicos. Esta característica le permitió al BCRP tener la flexibilidad de reducir la inflación, construir gradualmente reputación e ir adoptando el diseño de política monetaria a un entorno bimonetario. Las profundas reformas estructurales que se implementaron incluyeron la apertura de la cuenta de capitales y el fin de los controles cambiarios. Lo anterior implicó la recuperación del crédito bancario, pero mayormente en dólares. La constitución de 1993 otorgó a los ciudadanos peruanos la libre tenencia de divisas y también le otorgó al BCRP plena independencia para llevar a cabo la política monetaria bajo un mandato claro de preservar la estabilidad monetaria.

La reputación toma tiempo construirla (aunque se puede perder rápidamente) y el proceso de desinflación tomó toda la década de los noventa. Una vez alcanzadas tasas de inflación similares a la del país cuya moneda compite con la moneda nacional, el público comenzó a recuperar la confianza en su moneda como depósito de valor. Así, durante todo el presente siglo hemos acudido a una baja inflación, una estabilidad monetaria sostenida, que la población la percibe ya como un hecho dado. Se observa también que la preferencia de la sociedad peruana es por mantener una moneda fuerte. Si el Estado no es capaz de proveerla, la población busca esa cualidad en el dólar. Gracias a la sostenida estabilidad de precios, en el Perú la dolarización total ya no es un tema en discusión.

Otro elemento clave del buen desempeño del banco central es que un contexto de baja inflación se genera confianza y apoyo de la población, elementos fundamentales para asegurar una estabilidad macroeconómica sostenida y promover el crecimiento económico sostenido en el largo plazo. Toma tiempo, por supuesto, pero una vez lograda la recuperación de la confianza del público en la moneda local, la política monetaria puede aspirar a ser anticíclica.

El tipo de cambio flotante ha venido actuando como absorbedor de *shocks* y de ser necesario se actuaba para evitar que el tipo de cambio fuera un propagador y amplificador de los *shocks*, mediante intervenciones para reducir la volatilidad cambiaria. Esto es viable si se cuenta con suficientes reservas internacionales. El principal reto en Perú ahora es elevar el crecimiento del producto potencial y evitar el estancamiento de los países con ingresos medios. Algunos temas al respecto son reducir la informalidad del mercado laboral, incrementar la infraestructura productiva y social, y construir la institucionalidad y la gobernabilidad.

En general, La década de los noventa fue un periodo de desinflación en base al esquema descrito de control de agregados monetarios, donde la economía transitó de tasas de 4 dígitos al inicio hacia una tasa menor a 4 por ciento al cerrar el siglo XX. Desde 1994 se inició un proceso gradual hacia un esquema de metas explicitas de inflación adoptado a las características propias de la economía peruana. Este esquema (adoptado formalmente a inicios del 2002) ha sido fundamental para el anclaje definitivo de la inflación a niveles consistentes con el rango meta. En este siglo, la confianza en la moneda nacional se ha recuperado enormemente y la credibilidad alcanzada le han permitido al BCRP realizar políticas anti-cíclicas. Así, se ha podido confrontar en forma solvente los embates de distintos choques macroeconómicos como el de la crisis financiera global 2007-2009 [14], la crisis del COVID-19 y la necesidad de proveer liquidez[15], ellos basados en la implementación de una política monetaria con la adecuada administración de los riesgos y la incertidumbre[16].

[14] Véase Zenón Quispe y Renzo Rossini (2010)
[15] Véase Montoro, Bustamante y Vega (2025)
[16] Véase Armas, Rojas, Herrada y Butrón (2025)

Referencias

Ades, A., M. Kiguel y N. Liviatan (1993); "Exchange-Rate-Based Stabilization: Tales from Europe and Latin America", World Bank, Policy Research Working Papers, WPS 1087, February.

Armas, A., F. Grippa, Z. Quispe y L. Valdivia (2001); "De metas monetarias a metas de inflación en una economía con dolarización parcial. El caso peruano", *Revista de Estudios Económicos*, BCRP.

Armas, A. y F. Grippa (2006); "Inflation Targeting in Dollarized Economies: The Peruvian Experience", en Armas, A., A. Ize y E. Levy-Yeyati (eds.), *Financial Dollarization: The Policy Agenda*, FMI.

Armas, A., L. Palacios y R. Rossini (1990); "El sesgo anti exportador de la política comercial peruana: Un estudio de protección efectiva a la minería", Instituto de Estudios Económicos Mineros.

Armas, A., Y. Rojas, R. Herrada y Butrón, N. (2025) "Monetary policy with risk and uncertainty management in Peru", BIS Papers 163, diciembre 2025.

BCRP, *Memorias 1990-1992*.

Choy, M. y Z. Quispe (2023); "La Gran Estabilización", en Vega, M. y L. Zegarra (eds.), *Historia del Banco Central y la Política Monetaria en el Perú*, Tomo II, BCRP, capítulo 10, pp. 51-81.

Hoffmaister, A. y C. Vegh (1996); "Disinflation and the Recession-Now-Versus-Recession-Later Hypothesis: Evidence from Uruguay", IMF Staff Papers, Vol. 43, N° 2, June.

Jácome, L. (2023); "Fundamentos institucionales del BCRP y de su Política Monetaria", en Vega, M. y L. Zegarra (eds.), *Historia del Banco Central y la Política Monetaria en el Perú*, Tomo II, BCRP, capítulo 9, pp. 13-47.

Quispe, Z. (1998); "Una aproximación a la demanda de los principales agregados monetarios en el Perú: junio 1991 - mayo 1997", *Revista de Estudios Económicos*, N° 3, BCRP, pp. 1-15.

Quispe, Z. y R. Rossini (2010) "Monetary policy during the global financial crisis of 2007-09: the case of Peru": Diciembre 2010, BIS papers 54.

Montoro, C., J.L. Bustamante, y Vega, M. eds. (2025) *Reactiva: Diseño y Resultados, BCRP*

Rodríguez, M., J. Valderrama y J. Velarde (2000); "El programa de estabilización", en Abusada, R., F. Du Bois, E. Morón, E. y J. Valderrama (eds.), La Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa, Vol. 1, capítulo 3, pp. 91-119. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.

Rossini, R. y A. Santos (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 Werner, A. y A. Santos (eds.), Perú: Manteniéndose en el camino del éxito económico, Fondo Monetario Internacional, Washington DC, pp. 1-28.

Rossini, R. (2017); “La política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú en los últimos 25 años”, en Yamada, G. y D. Winkelried (eds.), Política y estabilidad monetaria en el Perú, Lima: Universidad del Pacífico, pp. 23-36.

Sargent, T. (1982); “The Ends of Four Big Inflations”, en Hall, R. E., Inflation: Causes and Effects, University of Chicago, pp. 41-98.

Svensson, L. (1994); “Fixed exchange rates as a means of price stability: What have we learned?”, European Economic Review, 38, pp. 447-468.

Velarde, J. y M. Rodríguez (1992a); “Lineamientos para un programa de estabilización drástico”, Documento de Trabajo 1, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.

Velarde, J. y M. Rodríguez (1992b); “Programa económico de 1990: Evaluación del primer año”, Documento de Trabajo 2, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.