



Historia Monetaria y Cambiaria de la República del Perú: Una Aproximación¹

GONZALO PASTOR*

Este artículo examina la implementación de la política monetaria y cambiaria en Perú durante los 200 años desde fundada la república (1821-2021). La revisión histórica describe brevemente los logros de política y las restricciones al manejo monetario nacional (antes y después del establecimiento del Banco Central en 1922) impuestas por desarrollos económicos y financieros mundiales. Central al análisis histórico es la elección del sistema cambiario (tipo de cambio fijo o flotante) que afectó la autonomía del Banco Central en la implementación de políticas de estabilización macroeconómica. Bajo tipo de cambio fijo la autoridad monetaria careció de autonomía para afectar el balance interno nacional (crecimiento y balanza de pagos) con su principal función reducida, en principio, a garantizar la oferta de moneda extranjera a la paridad oficial. Solamente bajo un sistema de tipo de cambio flotante se logró una combinación efectiva de política monetaria autónoma operando en un contexto de apertura financiera con el resto del mundo. Los cambios institucionales consagrados en la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) de 1992 y la Constitución de 1993 -eliminando la posibilidad de financiamiento monetario del déficit fiscal- consolidaron la independencia de la autoridad monetaria y pusieron fin al proceso de dominancia fiscal del manejo monetario característico de la mayor parte del siglo XX.

Palabras Clave : Política monetaria y cambiaria.
Clasificación JEL : E52, F41, N10.

1. INTRODUCCIÓN

El presente artículo estudia los primeros 200 años de la política monetaria y cambiaria de la República del Perú, con énfasis en los aciertos y desafíos experimentados como producto del cambiante entorno económico y financiero global.

El análisis se concentra en los diferentes sistemas cambiarios adoptados, los cuales determinaron el grado de autonomía de la autoridad monetaria para llevar a cabo políticas de estabilización a nivel macroeconómico. Bajo un esquema de tipo de cambio fijo, la función del Banco Central se redujo a proveer moneda extranjera al tipo de cambio oficial, a su vez que carecía de grados de libertad para afectar tanto al crecimiento como a la balanza de pagos. Es bajo un esquema de tipo de cambio flotante, aunado a una apertura financiera con el exterior, que se consiguió una política monetaria autónoma.

Dos hitos en la evolución del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) fueron i) la aprobación de su Ley Orgánica en 1992 y ii) el establecimiento de su autonomía por mandato constitucional en 1993, los cuales cimentaron su independencia y terminaron con una situación en la cual el déficit fiscal condicionaba el accionar de la política monetaria (dominancia fiscal), la cual predominó durante la mayor parte del siglo XX.

Las secciones 2 y 3 de este artículo siguen *grosso modo* la línea de tiempo de los acontecimientos más importantes

¹ La lectura y recolección de datos sobre el tópico del artículo se llevó a cabo bajo las restricciones de movilidad y acceso a fuentes bibliográficas dictadas por la crisis sanitaria del COVID 19. Este artículo va dedicado a todos los peruanos caídos durante la pandemia.

* Pastor: consultor independiente (correo electrónico: just.gonzalo.pastor@gmail.com).
Los errores de análisis e interpretación incluidos en el mismo pertenecen al autor.

ocurridos en los siglos primero (1821-1921) y segundo (1921-2021) de la república, respectivamente. La sección 4 incluye breves observaciones finales.

2. EL PRIMER CENTENIO: AL PRINCIPIO HASTA 1921

2.1. SÍNTESIS

El análisis del primer centenio de la república identifica un número de eventos monetarios de interés histórico, incluyendo retos como la coexistencia de un patrón monetario dual (oro y plata) y las preferencias por monedas metálicas de alta ley por parte del público. Es dentro de este marco que el centenio fue escenario de la llamada Ley de Gresham, principio monetario por el cual “un dinero malo desaloja al dinero bueno”. Dicho fue el caso de los corbatones bolivianos que hicieron desaparecer de circulación al peso de plata peruano durante los años 1820 y 1830 a medida que la población atesoraba el circulante de plata peruano hecho con plata de mayor ley que la moneda boliviana. Otro ejemplo de la Ley de Gresham fue cuando el sol de plata hizo desaparecer de circulación al sol de oro durante el gobierno del presidente Manuel Pardo y Lavalle (1872-1876), debido primordialmente a una caída del precio de la plata en los mercados internacionales que alteró el equilibrio entre el valor nominal (fiduciario) del sol de plata en relación con el sol de oro y el valor de la mercancía de la onza de plata versus la onza de oro.

Los primeros cien años de la república fueron también escenario de la primera hiperinflación peruana en un contexto de restricción externa, debido a la pérdida de nuestros principales productos de exportación (guano y salitre) y abultados déficits fiscales ocurridos antes y después de la guerra con Chile (1879-1884). En aquel entonces, el billete bancario -convertido en billete fiscal en 1877- se devaluó drásticamente con efectos peliagudos sobre las economías real y financiera a nivel nacional.

Durante el periodo de análisis hubo asimismo esfuerzos liderados por el presidente Nicolás de Piérola (1895-1899) por implementar el patrón oro moneda o patrón oro puro. Dichos intentos de reforma monetaria ocurrieron luego del colapso del billete fiscal y los repetidos esfuerzos por restablecer el sistema de monometalismo de la plata durante los gobiernos de Manuel Pardo y Lavalle y de Andrés Avelino Cáceres, cuando el resto del mundo ya se había mudado al patrón oro y la plata se devaluaba en el mercado internacional de metales. A fin de cuentas, fue solo durante el gobierno del presidente Eduardo López de Romaña (1899-1903) que la ley del 14 de diciembre de 1901 instauró el patrón oro en el Perú, el cual estableció la libra peruana como la unidad monetaria nacional y abandonó el sistema colonial de la plata.

El sistema bancario durante el primer centenio fue generalmente de corte liberal, apoyado por el *boom* guanero y una actitud no intervencionista del gobierno. Sin embargo, el fin de la bonanza guanera y la guerra con Chile desencadenaban la quiebra de la mayoría de los bancos de emisión y descuento establecidos durante el auge exportador. Fue solo durante el gobierno del presidente Nicolás de Piérola en la segunda mitad de la década de 1890, y durante la primera década del siglo XX, que el negocio bancario resurgió en un contexto de estabilidad cambiaria y crecientes superávits de balanza de pagos gatillados por un crecimiento secular de la economía mundial de aquel entonces.

2.2. LA LEY DE GRESHAM EN ACCIÓN

La situación económica a principios de la república era sumamente débil y de déficit en la balanza de pagos (importaciones mayores a exportaciones). El legado de la guerra de independencia era de abatimiento económico en términos de producción nacional y comercio internacional. Había penuria fiscal producto de las reducidas fuentes de ingresos tributarios dado el colapso del aparato productivo y presiones de gastos militares, además de elevados costos de servicio de la deuda pública. Estos últimos debido a la decisión del gobierno republicano de asumir las deudas contratadas por el gobierno colonial y aquellas contraídas por el ejército durante la guerra de independencia. Había también escasez de circulante en la medida que el ejército realista aún mantenía control de importantes minas de plata, mientras que un déficit en la balanza comercial resultaba en una salida neta de metálico del país.

El fenómeno de la ley de Gresham resultó de esfuerzos frustrados del gobierno nacional por asegurar una oferta fluida de circulante pese al desbalance comercial externo referido y la poca credibilidad de nacientes emisiones de papel moneda. El gobierno creó el primer banco de emisión de papel moneda (Banco de la Emancipación) en febrero de 1822 en soporte del comercio y la producción, a la vez que acuñó moneda provisional mientras mantuvo el sistema bimetalista de ocho reales por peso de plata. Lastimosamente, el Banco de la Emancipación fue clausurado en 1823 debido a la falsificación de billetes emitidos y dudas sobre la convertibilidad en metálico de dichos billetes en un ambiente de creciente deuda pública interna y reducido financiamiento externo del déficit fiscal. En ausencia de papel moneda sólido/creíble, los llamados corbatones bolivianos, hechos de plata de baja ley y usados inicialmente en el interior del país, pasaron a ser de uso generalizado a nivel

nacional e hicieron desaparecer de circulación el peso peruano de plata, que era de mayor ley que el corbatón boliviano. En 1836, la Confederación Peruano-Boliviana legalizó dicha invasión de moneda boliviana débil, la cual circuló en la república hasta comienzos de los años 1860, cuando la reforma monetaria de 1862 del presidente Balta y su joven ministro de hacienda, Nicolás de Piérola, adoptó un sistema monetario bimetalista de oro y plata en reemplazo del peso boliviano. La reforma monetaria de Balta dividió cada sol en fracciones decimales de medio, quinto, décimo y vigésimo de sol de plata y de medio, cuarto, décimo y vigésimo de sol de oro (Ugarte, 1926).

Un segundo episodio de la ley de Gresham ocurrió durante el gobierno del presidente Manuel Pardo y Lavalle (1872-1876) cuando el sol de plata hizo desaparecer de circulación al sol de oro en un contexto de crisis financiera nacional. A finales de 1871 había signos de crisis financiera nacional confirmados por una disminución de letras de financiamiento de importaciones debido al sobreuso de ingresos futuros de exportación de guano y salitre para financiar déficits de balanza de pagos. La escasez de financiamiento externo reflejaba un aumento en el riesgo financiero ante los ojos de inversionistas extranjeros (dada una creciente deuda externa peruana), declives en la producción de guano de las islas, además del descubrimiento de nuevos productores de guano alrededor del mundo y de fertilizantes químicos alternativos. Había también una inflación de crédito bancario para financiar crecientes importaciones de bienes y servicios que resultaba en una pérdida neta de moneda metálica (oro y plata). Pérdida de metálico que el gobierno de Pardo y Lavalle trató de controlar imponiendo impuestos a la exportación de oro y plata, limitando las emisiones bancarias (1873) y, eventualmente (1875), suspendiendo la convertibilidad en metálico de dichas obligaciones bancarias y desmonetizando el oro como moneda nacional. De este modo, el presidente Pardo y Lavalle derogó el sistema bimetalista de sol de oro y sol de plata establecido por Balta en 1862 y estableció el monometalismo de la plata.

Eventos internacionales aceleraron drásticamente la reforma monetaria de Pardo y Lavalle. En efecto, la adopción casi contemporánea del patrón oro en Alemania² y en otros países europeos líderes acentuó la depreciación de la plata en mercados internacionales y desató una progresiva y fuerte devaluación del sol de plata frente a la libra esterlina, mientras que el oro desaparecía de circulación en el Perú (Gráfico 1). En corto, la implementación del monometalismo de plata en el Perú reflejó no solo la decisión política nacional de mudar patrón monetario sino esencialmente el desalojo natural de un dinero bueno (oro) por un dinero malo (plata) al tiempo que los países hegemónicos ligaban sus monedas directa o indirectamente al oro a un tipo de cambio fijo por onza del metal precioso: la ley de Gresham en acción nuevamente.

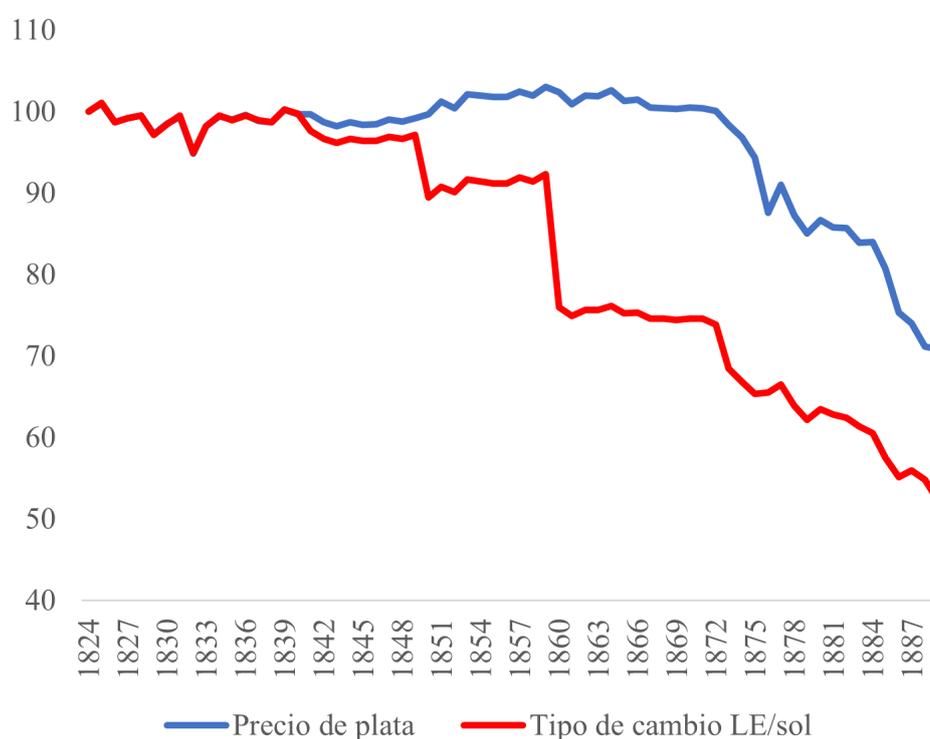
2.3. LA HIPERINFLACIÓN DE 1877-1887

La naciente crisis de balanza de pagos enfrentada inicialmente por el gobierno de Manuel Pardo y Lavalle (1872-1876) alcanzó su clímax cuando los billetes bancarios fueron convertidos en billetes fiscales (1877) y aumentaron drásticamente en saldo durante la guerra con Chile (1879-1883). Tal y como se ha mencionado con anterioridad, la emisión de billetes bancarios había compensado la reducción del financiamiento externo del erario nacional debido al uso anticipado de ingresos de exportación y falencias en la producción guanera. Eventualmente, el gobierno de Mariano Ignacio Prado (1876-1879) fue incapaz de pagar su servicio de deuda con los bancos y otros importantes acreedores del gobierno, como la Sociedad de Obras Públicas y Fomento dirigida por Enrique Meiggs. Ante la crisis financiera, y a fin de cancelar las obligaciones vencidas, la respuesta del gobierno fue asumir el pasivo de los bancos, convirtiendo los billetes bancarios en billetes fiscales en agosto de 1877. A su vez, el gobierno se comprometió a cancelar (en metálico) el saldo de billetes bancarios emitidos a la fecha, además de autorizar a la Sociedad de Obras Públicas y Fomento la emisión de billetes al portador con garantía soberana.³ Se estableció también una Junta Administradora y de Vigilancia de la Emisión Fiscal destinada a monitorear la amortización de los billetes fiscales en metálico. Declarada la guerra con Chile, sin embargo, la situación fiscal empeoró y el gobierno autorizó nuevas emisiones de billetes fiscales que multiplicaron con creces su saldo en circulación y desencadenaron una rápida depreciación de dicho papel moneda. La planeada conversión a metálico de los billetes fiscales nunca se llevó a cabo.

La crisis de confianza en el billete fiscal dada su inconvertibilidad en metálico y la emisión desmesurada de estos billetes con la declaración de la guerra con Chile resultó en la hiperinflación del periodo 1877-1887 (véase Cuadro 1 y Anexo B). El

² Los principales países operando bajo el patrón oro en aquel entonces incluían: Francia (1800), Finlandia (1811), Holanda (1814), Noruega (1817), Dinamarca (1818), Bélgica (1850), Rusia (1860), Austria Hungría (1877), Japón (1882), Italia (1893) y Suiza (1907). Inglaterra había reinstituído el patrón oro en 1819 luego de la suspensión de dicho sistema cambiario durante las guerras napoleónicas (1793-1815). Los Estados Unidos, aunque formalmente en un patrón bimetálico (oro y plata), cambió al patrón oro *de facto* en 1834 y *de jure* en 1900 cuando el congreso americano aprobó la “Ley del patrón oro”. Véase Bloomfield (1959) para un recuento de política monetaria internacional bajo el patrón oro (1880-1914).

³ Según Ugarte (1926), la cobertura en metálico de los billetes fiscales habría de lograrse con ingresos producto de la exportación de guano a la isla de Mauricio, ahorros fiscales debido a la cancelación de deuda del gobierno con los bancos, y otros ahorros fiscales resultantes de la conversión de deuda ejecutada.

GRÁFICO 1. Precio del gramo de plata y tipo de cambio libra esterlina/sol, 1824-1889 (índice 1824=100).

Fuente: Seminario (2016) y estimaciones del autor.

análisis de Boloña (2000) así como información estadística publicada en Contreras (2001) y Seminario (2016) confirman que tanto la tasa de inflación doméstica, como la devaluación del billete fiscal contra el sol de plata, fue mayor a 1000 por ciento durante el periodo 1877-1887. Esto ocurrió en un contexto donde el saldo de billetes fiscales emitidos más que se quintuplicó y la economía nacional, incluyendo el comercio internacional, se contrajo drásticamente. Las tasas promedio de inflación mensual durante esos años fueron mayores a 80 por ciento (véase Gráfico 2) confirmando *grosso modo* la definición clásica de hiperinflación según Cagan (1956) que precisa un periodo hiperinflacionario cuando la tasa de inflación mensual excede 50 por ciento. La recesión económica resultó en caídas de ingresos fiscales y desencadenó la quiebra de casi todos los bancos de emisión y descuento que habían sido creados durante el periodo de auge del guano.

Tal como fuera referido por Boloña (2000), los efectos macroeconómicos de la guerra del Pacífico e hiperinflación del periodo 1877-1887 fueron duraderos. Recuperarse de estos choques tomó más de veinte años en términos de nivel de producción, comercio internacional y salud de las finanzas públicas (véase Gráfico 3).

La historia del billete fiscal terminó en 1889, cuando el gobierno del presidente Cáceres incluyó los billetes fiscales entre los títulos convertidos en deuda interna del gobierno nacional. La desmonetización del billete fiscal había evolucionado gradualmente entre 1884 y 1888 a través de remates de billetes por soles de plata y solo llegó a su punto final en 1889 con la conversión de los billetes remanentes en deuda pública durante el segundo gobierno de Cáceres.⁴

⁴ Andrés Avelino Cáceres fue presidente del Perú en tres ocasiones: 1881-1882, 1886-1890 y 1894-1895.

CUADRO 1. Perú: hiperinflación de 1877-1887, indicadores selectos, fuentes bibliográficas alternativas
(Tasa de crecimiento a fin de periodo, a menos que se indique lo contrario)

	Boloña (2000) 1877-1885	Contreras (2001) ^a 1877-1885	Seminario (2016) ^a 1877-1887
Inflación acumulada ^b	1 200	1 368	1 936
PBI real acumulado	n.d.	-43	-44
Devaluación acumulada ^b	1 200	1 368	1 936
Emisión de billetes fiscales	516	418	449
Volumen anual acumulado			
Exportaciones	-70	-75	-75
Importaciones	n.d.	-64	-67
Ingresos fiscales	-64	-77	-71
Número de bancos			
1877	20		
1885 ^c	3		

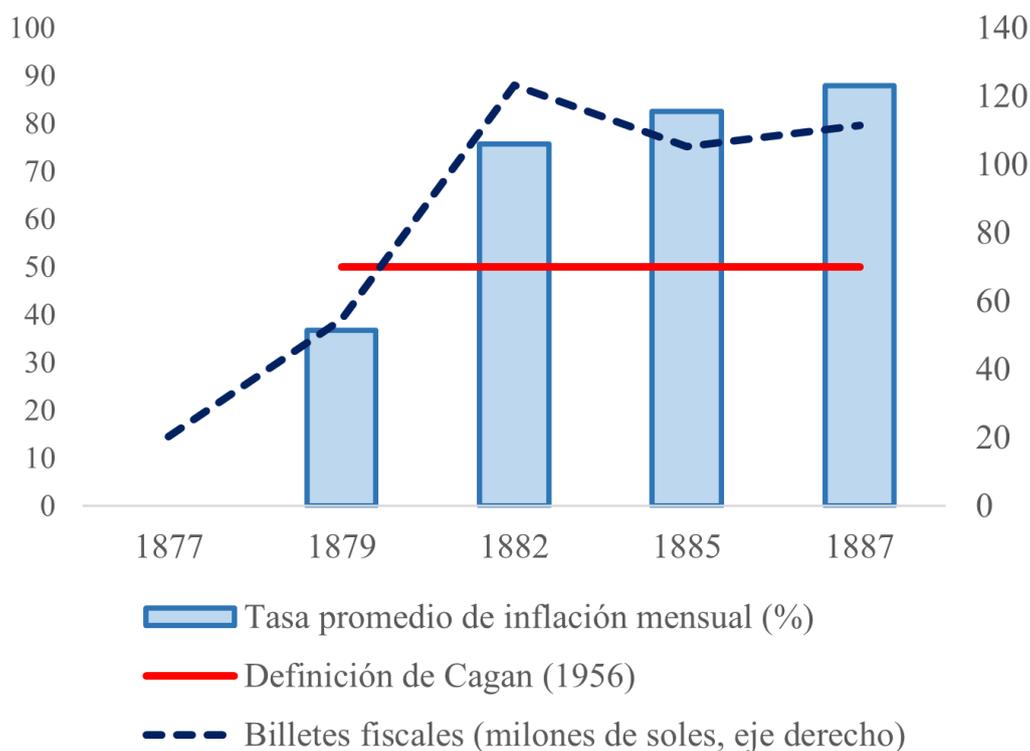
Fuente: Contreras (2001), Seminario (2016) y estimaciones del autor.

^a Incluye ajustes hechos por el autor.

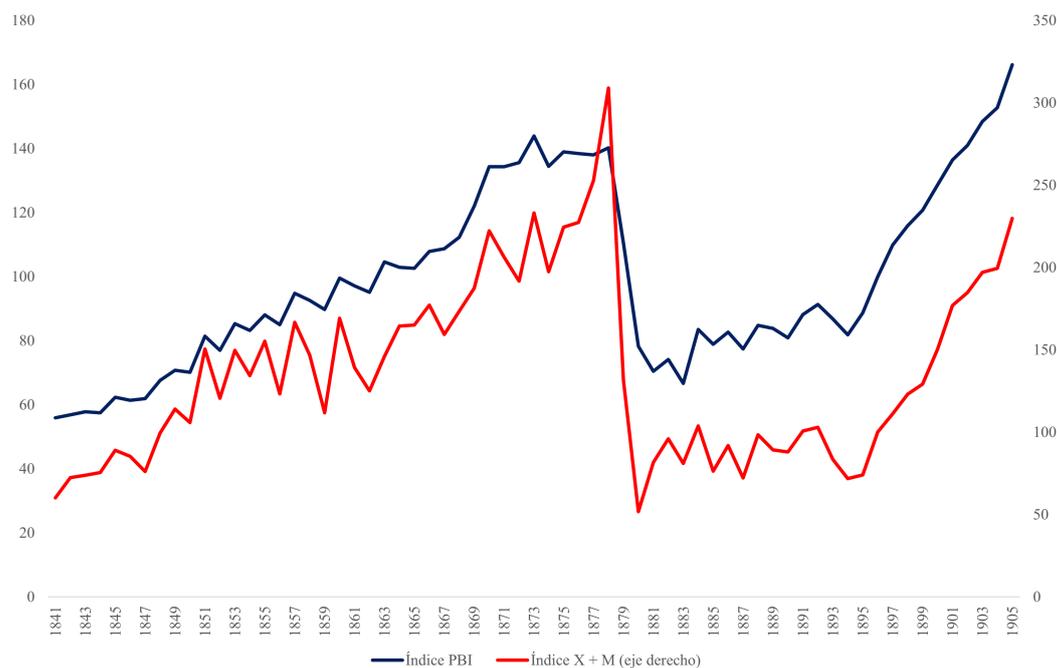
^b Aproximada por la devaluación del billete fiscal versus el sol de plata, ajustado por el contenido de plata (gramos) por sol y el precio internacional de la plata.

^c Incluye Banco de Londres, México y Sudamérica, Banco del Callao y Caja de Ahorros de la Beneficencia de Lima.

GRÁFICO 2. Perú: hiperinflación del siglo XIX (inflación mensual y saldo de billetes fiscales)



Fuente: Contreras (2001), Seminario (2016) y estimaciones del autor.

GRÁFICO 3. Perú: PBI real y comercio internacional, 1841-1905 (índice 1824=100)

Fuente: Seminario (2016) y estimaciones del autor.

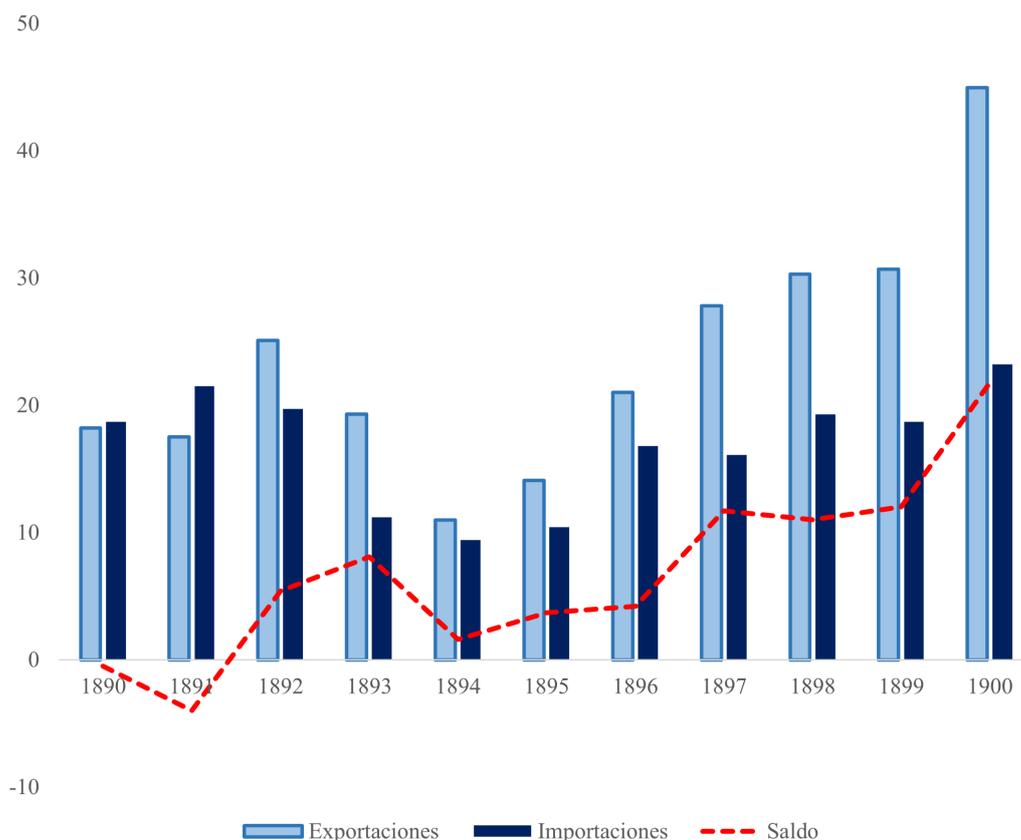
Nota: El índice de comercio internacional es la suma de exportaciones e importaciones de bienes y servicios de las cuentas nacionales.

2.4. EL PATRÓN ORO

Las dificultades monetarias persistieron pese a la desmonetización del billete fiscal (1889) y el restablecimiento del monometalismo de plata bajo el segundo gobierno del presidente Cáceres (1886-1890). El monometalismo de plata enfrentó trastornos económicos por causas internacionales, siendo la más importante la continua depreciación de la plata y el aumento del valor del oro a nivel mundial ya en marcha desde la época del gobierno de Pardo y Lavalle (1872-1876). Este fenómeno produjo una devaluación constante de la moneda nacional e inestabilidad en el comercio internacional que el gobierno de Cáceres trató de abordar con infructuosas medidas administrativas para contener la depreciación de la plata -tal como lo había hecho infructuosamente Pardo y Lavalle diez años antes- mientras que el debate parlamentario nacional se centraba en la eventual adopción de patrón oro.

La urgencia de la adopción del patrón oro fue planteada en conjunto y de forma radical por el (recién inaugurado) presidente Nicolás de Piérola⁵ en 1895, pero dicho sistema monetario solo fue establecido bajo el gobierno del presidente López de Romaña (1901) en un contexto de superávits de balanza de pagos. El argumento a favor del patrón oro era dar estabilidad a la moneda y asegurar el desarrollo industrial y comercial evitando las fluctuaciones del valor de la plata que perjudicaban el quehacer nacional. El argumento en contra era que la posición deficitaria de la balanza comercial resultaría en salidas netas de oro del país, reduciendo la oferta monetaria y generando deflación. Esto último sumado a la limitada producción aurífera en el país que podía, en principio, restringir el crecimiento de la oferta monetaria y comprometer la convertibilidad al tipo de cambio oficial de la moneda nacional por oro. Una agitada y larga discusión parlamentaria enfatizó las ventajas de la reforma monetaria en base a la experiencia internacional, a la vez que un creciente superávit de balanza comercial, en un contexto de crecimiento secular de la producción y comercio mundial, generaba un ingreso neto de oro al Perú y disminuía temores de deflación conexos (véase Gráfico 4). A fin de cuentas, la ley del 14 de diciembre de 1901 estableció el patrón oro en el Perú, abandonando en definitiva el sistema colonial de plata. La ley declaró la libra peruana de oro como moneda legal de total poder cancelatorio, a un cambio de diez soles por libra.

⁵ Este era el segundo gobierno de Nicolás de Piérola. Su primer gobierno fue durante la guerra del Pacífico (1879-1881), primero como Jefe Supremo de la República electo por cabildo abierto (diciembre de 1879 a julio de 1881) y luego como presidente de la república electo por la Asamblea Nacional de Ayacucho (julio a diciembre de 1881).

GRÁFICO 4. Perú: comercio exterior (en millones de soles)

Fuente: Bardella (1989) y estimaciones del autor.

El sistema cambiario establecido por el gobierno de López de Romaña fue el del patrón oro moneda (*gold coin standard*), bajo el cual el peso y la pureza de la libra peruana se estableció a la par con la libra esterlina inglesa. Monedas de oro acuñadas en la Casa de la Moneda de Lima fueron el medio de pago generalmente aceptado en el país, aunque hubo también circulación de monedas de plata y cobre para la liquidación de operaciones de pequeña cantidad. La estabilidad de la libra peruana frente a la libra inglesa y al dólar estadounidense reflejó el contenido de oro de las respectivas monedas. El negocio bancario en ese entonces era la emisión de descuentos, avances de cuenta corriente y letras de cobranza respaldados por crecientes aumentos en depósitos en cuenta corriente y depósitos a plazo.⁶

El estallido de la Primera Guerra Mundial en 1914 condujo a la suspensión del patrón oro moneda en el Perú a fin de evitar una fuerte contracción en la oferta monetaria debido al atesoramiento de la moneda metálica, corridas bancarias, y fuga de capitales del metal precioso al exterior. Las exportaciones de oro fueron prohibidas y, como medida de emergencia, el patrón oro moneda fue reemplazado por el patrón de oro fiduciario, que en el Perú fue el sistema de Cheques Circulares al Portador emitidos por los bancos comerciales privados domiciliados en el país. La convertibilidad en oro de los cheques circulares no fue automática sino más bien regulada por una Junta de Vigilancia compuesta por representantes del congreso, el gobierno, los bancos comerciales y otras empresas privadas. De acuerdo con la ley, la Junta de Vigilancia estaba encargada de supervisar y controlar la oferta total de cheques circulares, la cual tuvo inicialmente un cupo máximo inicial de 1,1 millones de libras peruanas. La oferta de cheques circulares tenía requisitos de reserva denominados en oro (alrededor de 35 por ciento) y otros activos en forma de moneda de países hegemónicos de la época, bonos y cédulas hipotecarias (65 por ciento).

La inconvertibilidad de los cheques circulares al portador se mantuvo durante y después de la Primera Guerra Mundial, a pesar de un marcado aumento en el superávit del comercio internacional que incrementó las tenencias de oro nacional y apreció la libra peruana en el mercado monetario internacional (Cuadro 2). En enero de 1919, dada la bonanza de las exportaciones minerales y agrícolas, la Junta de Vigilancia permitió un aumento de la oferta de cheques circulares siempre y cuando las notas fueran respaldadas en un 100 por ciento por los activos de oro de los bancos comerciales. Para entonces las exportaciones de

⁶ Véase, por ejemplo, Bardella (1989, p. 177-196) para un recuento sobre el patrón oro y las finanzas públicas y privadas.

oro (prohibidas en 1914) fueron permitidas de nuevo y el contenido de oro de la libra peruana fue revisado a 7,323 gramos de oro fino, mientras que la libra peruana se apreció frente a la libra esterlina en el mercado de divisas. El tipo de cambio de la libra peruana contra el dólar americano, cuya paridad en oro fue fijada *de jure* por la Junta de Vigilancia en 4,86 dólares por libra peruana en 1917, también registró una prima en el mercado monetario con un cambio promedio encima de 5,00 dólares por libra peruana durante el periodo 1917-1919.

CUADRO 2. *Tipo de cambio de la Libra peruana (Lp): 1902-1929*

Año	Dólares por Libra peruana	Pence por Libra peruana
1902	4,91	247
1906	4,97	246
1910	4,87	244
1911	4,87	244
1912	4,87	244
1913	4,77	239
1914	4,40	239
1916	4,93	253
1917	5,18	266
1918	5,65	292
1919	5,03	288
1921	4,12	277
1922	3,85	206
1923	3,73	169
1928	3,97	189
1929	4,00	200

Fuente: Moll y Barreto (1942) y Boletín Mensual del BCRP.

2.5. LOS BANCOS DE EMISIÓN Y DESCUENTO DURANTE EL PRIMER CENTENIO

Los negocios financiero y no financieros tuvieron moderada regulación gubernamental durante los primeros cien años de la república. La empresa privada, financiera o no, operó con poca regulación gubernamental y con su desarrollo dependiendo principalmente del buen criterio, preparación técnica y el grado de aversión al riesgo de los dueños y administradores del negocio (Bardella, 1989). En el ámbito financiero hubo mínima regulación micro y macro prudencial sobre requerimientos de capital bancario, y montos/tipos de billetes bancarios emitidos durante el *boom* exportador de 1860-1870. Así, al estallar la guerra con Chile había un total de quince bancos de emisión y descuento, dos bancos hipotecarios y tres cajas de ahorro conformando el sistema financiero nacional. Líder entre los bancos fue el Banco de Londres y México, con su local en Callao, administrado por José Payán, genio financiero de la época. En general, los bancos estaban concentrados en la oferta de crédito de corto plazo, prestando a tasas de interés activas de entre ocho y nueve por ciento, y pagando tasas de entre dos y cinco por ciento en depósitos de ahorro.

La crisis del guano y las penurias durante y después de la guerra con Chile redujeron las oportunidades del negocio bancario llevando a la bancarrota a muchas de estas instituciones financieras. La gran mayoría de bancos no pudo sobrevivir a la crisis del guano y a la posterior pérdida de negocio del salitre de Tarapacá, teniendo que suspender pagos en metálico a sus depositantes y comprometiendo en sus liquidaciones fortunas públicas y privadas. Ni el fin de la guerra en 1883 ni la introducción del patrón plata en 1889 pudieron gatillar una mejora en el ambiente económico nacional, quedando a comienzos de la década de 1890 solo tres bancos en actividad en comparación con un total de veinte instituciones financieras operando antes de la guerra. Los bancos sobrevivientes fueron: el Banco Italiano (establecido en abril de 1889), además del Banco de Londres y México (1863) y el Banco del Callao (1877) que eventualmente se consolidarían en el Banco de Perú y Londres en 1897. Estos bancos pudieron capear las tempestades de los años difíciles debido a su limitada exposición al negocio del guano y el salitre, además de su solvencia de capital, incluida la cobertura en metálico de sus emisiones de billetes (Bardella, 1989). Bajo la gestión de José Payán, el Banco de Perú y Londres apoyó el apogeo del movimiento comercial externo e interno, a la vez que fomentó el crédito hipotecario, casi inexistente a finales del siglo XIX.

Durante el gobierno del presidente Nicolás de Piérola (1895-1899) hubo un resurgimiento del negocio bancario dada la suspensión del patrón plata en 1897 y mejoras significativas en el saldo de balanza comercial. Por un lado, la constante baja del precio de la plata en el mercado internacional y su consiguiente efecto sobre el valor la moneda nacional motivó al gobierno de De Piérola a clausurar la Casa de la Moneda (de plata) en Cerro de Pasco y establecer el pago en libras esterlinas de los derechos de aduana. Por otro lado, hubo propuestas legislativas referente al pago en oro de los derechos de importación que enrumbaron la discusión parlamentaria hacia la adopción del patrón oro en el Perú, mientras que las expectativas económicas mejoraban en un contexto de saldos positivos y crecientes de la balanza de pagos dado el crecimiento secular y no inflacionario de la economía mundial. Nuevas empresas bancarias y de seguros iniciaron operaciones en este periodo de resurgimiento económico y financiero. Este fue el caso del establecimiento del Banco Internacional del Perú y el referido Banco de Perú y Londres (1897), el Banco Popular (1899), la Compañía Internacional de Seguros (1895), la Compañía de Seguros Rímac y la Compañía de Seguros Italia (1896). Las nuevas compañías de seguro estaban llenando el nicho de negocio creado por el éxodo de compañías de seguro inglesas. Esto a raíz de la promulgación por el congreso de una ley que exigía a estas empresas la constitución de un fondo de garantía en efectivo, en bonos o acciones, por un total equivalente al 30 por ciento del capital empleado en el país (Bardella, 1989), propuesta que dichas empresas consideraron onerosa (al menos en un primer momento).

La evolución del balance consolidado de los bancos comerciales confirma que, en efecto, el negocio bancario tuvo su apogeo a finales del siglo XIX, auge que se mantendría casi ininterrumpido hasta terminada la Primera Guerra Mundial (Cuadro 3). La presencia de i) un creciente valor en soles del balance consolidado, ii) una progresiva importancia relativa de la cartera de préstamos en el total de activos y iii) un fuerte aumento de capital y reservas, sugiere importantes oportunidades de negocio y ganancias bancarias durante el periodo de referencia. Tales resultados financieros provenían de comisiones de servicios de intermediación, incluyendo préstamos al Estado, además de los diferenciales entre tasas de interés bancarias activas y pasivas. El fuerte aumento en activos de caja (supuestamente en metálico o valores convertibles) y en capital y reservas indica un fuerte respaldo financiero (léase, convertibilidad en metálico) de los depósitos y cuentas corrientes emitidos por los bancos. A finales de siglo XIX los bancos operaban mayormente en Lima y Callao, careciendo de sucursales en otras ciudades importantes de la república, expansión de negocio que solo se dio alrededor del periodo 1910-1913.

CUADRO 3. Perú: balance consolidado de bancos comerciales (1894-1899,1914)

	1894	1895	1897	1899	1914	Tasa promedio de crecimiento anual (en %)	
						1894-1899	1899-1914
(En millones de soles)							
Activos	11,56	13,94	16,55	18,58	71,57	10,0	9,4
Caja	3,55	5,76	4,99	4,68	15,01	5,7	8,1
Cartera y cuentas corrientes	8,96	8,08	11,28	13,72	61,49	8,9	10,5
Inversiones	0,22	0,22	0,49	0,50	-.		
Otros activos (neto)	-1,17	-0,12	-0,21	-0,32	-4,93		
Pasivos	11,56	13,94	16,55	18,58	71,57	10,0	9,4
Depósitos y cuentas corrientes	8,91	11,7	13,19	14,73	53,74	10,6	9,0
Capital y reservas	2,65	2,24	3,36	3,85	17,83	7,8	10,8
(En % de total)							
Activos	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		
Caja	30,7	41,3	30,2	25,2	21,0		
Cartera y cuentas corrientes	77,5	58,0	68,2	73,8	85,9		
Inversiones	1,9	1,6	3,0	2,7	-.		
Otros activos (neto)	-10,1	-0,9	-1,3	-1,7	-6,9		
Pasivos	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		
Depósitos y cuentas corrientes	77,1	83,9	79,7	79,3	75,1		
Capital y reservas	22,9	16,1	20,3	20,7	24,9		
<i>Memo item:</i>							
Ratio (caja + capital y reservas)/depósitos (en %)	69,6	68,4	63,3	57,9	61,1		

Fuente: Bardella (1989) y estimaciones del autor.

3. POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA DURANTE EL SEGUNDO CENTENIO (1921-2021)

3.1. SÍNTESIS

Durante el segundo centenario de la república, la implementación de las políticas monetaria y cambiaria nacional se vio afectada por eventos mundiales que alteraron drásticamente el sistema monetario internacional (Anexo C). El siglo XX fue un periodo altamente inestable para el sistema monetario internacional, comparado con la estabilidad macroeconómica alcanzada durante el periodo 1880-1914 en el contexto del patrón oro implementado en países líderes y periféricos (incluyendo Perú). Las guerras mundiales generaron una penuria económica, que eventualmente resultó en la implementación del sistema de paridades fijas de *Bretton Woods* frente al dólar americano y en la creación del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial. Sin embargo, la inestabilidad económica en los Estados Unidos llevó a un quiebre del sistema cambiario de *Bretton Woods* en 1973 y un tránsito a un sistema de cambio flotante alrededor del mundo, mientras que alzas en el precio del petróleo en la década de 1970 gatillaron una estanflación (inflación con recesión). Es de notar que los finales del siglo XX y los comienzos del siglo XXI han sido testigos de un crecimiento sostenido de la economía mundial, apoyado por el fuerte crecimiento de la economía china. No obstante, crisis de balanza de pagos en países emergentes y países líderes han persistido (1998 y 2008, por ejemplo),

demandando un eficaz manejo económico por las autoridades nacionales. Una difundida implementación de sistemas de tipo de cambio flotante y de metas explícitas de inflación en el manejo de Banca Central ha contribuido a un rápido crecimiento económico no inflacionario alrededor del mundo, incluido el Perú, durante las tres últimas décadas.

Navegar las aguas turbulentas del mundo financiero internacional no fue tarea fácil para las autoridades peruanas, con importantes decisiones tomadas respecto a la elección del sistema cambiario (léase, tipo de cambio fijo o flotante), la postura de la política monetaria (activa o pasiva) y el desarrollo de instituciones de manejo monetario. Decisiones de política cambiaria afectaron el binomio de inflación y crecimiento económico, además de la posición externa del Banco Central. A nivel institucional, la creación del Banco de Reserva en 1922 y su reestructuración administrativa y funcional bajo auspicios de la misión Kemmerer en 1932 marcó el inicio de una Banca Central moderna en el Perú. Años después, la prohibición del financiamiento monetario del déficit fiscal y el establecimiento de un sistema de tipo de cambio flotante (durante el gobierno del presidente Fujimori) fueron eventos cardinales en consolidar la autonomía del Banco Central y lograr la estabilidad financiera de finales de siglo XX a la fecha. Es de notar que el fenómeno climático del Niño fue un choque de oferta recurrente que afectó el desarrollo y manejo macroeconómico nacional a través de los años.

La reestructuración del Banco Central a lo largo de los años, la hiperinflación de los años 1988-1990 y el periodo de crisis sanitaria 2020-2021 han sido esfuerzos de mejoras institucionales y etapas únicas de manejo macroeconómico nacional, respectivamente. Una breve elaboración de dicha reforma institucional y de la política macroeconómica implementada en los periodos 1988-1990 y 2020-2021 es incluida en esta sección.

3.2. ELECCIÓN DEL SISTEMA CAMBIARIO Y SUS CONSECUENCIAS

Esbozo General

El segundo centenio de la república (1922-2021) ha sido testigo de una implementación de sistemas de tipo de cambio fijo y flotante, con sus ventajas y desventajas respecto a la autonomía del Banco Central e instrumentalización de la política monetaria nacional (ver Cuadro 4, ver segundo renglón superior). Los periodos de tipo de cambio fijo cubrieron un total de 42 años e incluyen los años de la Segunda Guerra Mundial y sus secuelas (1940-1949) además de un prolongado devenir que empezó a comienzos de la década de 1960 y terminó con el periodo hiperinflacionario de finales de la década de 1980.

Los periodos de tipo de cambio flotante cubren un total de casi 61 años, siendo los últimos 31 años (1990-2021) el más largo periodo ininterrumpido de tipo de cambio flotante en la historia del Perú. Durante el siglo XX, los años de comienzo de siglo (Cuadro 2), aquellos de las entreguerras mundiales (1919-1939) y la década de 1950 durante el gobierno del presidente Odría fueron periodos excepcionales de relativa flexibilidad del tipo de cambio nominal. Este último periodo sigue siendo considerado una experiencia única de tipo de cambio flotante en un país en desarrollo al tiempo del auge mundial del sistema cambiario de paridades fijas de *Bretton Woods*.⁷ Las minidevaluaciones del periodo 1976-1980, e incluso el periodo de tipo de cambio flotante manejado de los años 1980-85, dieron lugar a una significativa flexibilidad del tipo de cambio nominal. No obstante, dichos sistemas cambiarios no fueron flotantes sino más bien regímenes cambiarios de tipos de cambio fijo que se ajustaban de acuerdo a la evolución de la tasa actual y/o esperada de inflación doméstica y/o demás indicadores macroeconómicos.

Bajo un sistema de tipo de cambio fijo, la autoridad monetaria careció de autonomía para afectar las condiciones domésticas pues su labor principal fue garantizar la estabilidad cambiaria comprando y vendiendo dólares (léase, alterando la composición de su hoja de balance) a fin de mantener el precio de la divisa. La política monetaria no pudo ser usada activamente para afectar el balance interno (producción, empleo, balanza de pagos) pues todo intento de expandir la base monetaria (vía crédito a los bancos o al gobierno) en aras de una reactivación económica generalmente resultaba en un exceso de dinero (soles) en poder del público que gatillaba presiones inflacionarias, aumentos de la demanda de dólares (léase, un aumento en la velocidad de circulación de la moneda nacional) y caídas en las reservas internacionales del Banco Central.⁸ A medida que las reservas internacionales disminuían, la credibilidad/capacidad del Banco Central de poder defender el tipo de cambio también disminuía, vaticinando una eventual devaluación y la implementación de medidas deflacionarias (fiscales y monetarias) a fin corregir desequilibrios de balanza de pagos y el nivel de tipo de cambio real.

Los periodos de tipo de cambio flexible, por el contrario, i) liberaron al Banco Central de tener que intervenir en el mercado

⁷ Véase Tsiang (1957), Edwards (1983), Hamann y Savastano (1985) y Pastor (2014, 2022a,b).

⁸ Dependiendo de la coyuntura económica y los instrumentos monetarios disponibles el Banco Central puede, en principio, esterilizar el efecto contractivo sobre la base monetaria de la venta de dólares a través de compras de bonos (del gobierno o de la misma autoridad monetaria) en poder del público. En la práctica, sin embargo, el efecto de la intervención esterilizada sobre la masa monetaria es relativamente pequeño según la evidencia internacional (véase, por ejemplo, el análisis de Obstfeld y Rogoff 1995).

cambiario a fin de preservar la paridad oficial del sol frente al dólar, a la vez que ii) facilitaron el ajuste automático del nivel del tipo de cambio nominal y real ante aumentos (caídas) en la demanda de exportaciones y/o presiones inflacionarias externas. Por un lado, la eliminación de la obligación de fijar valores cambiarios restableció la capacidad de usar la política monetaria para efectos de estabilización macroeconómica. Si, por ejemplo, el Banco Central enfrentaba recesión/desempleo (como ocurrió en 2020) y deseaba expandir su oferta monetaria como respuesta, ya no había ninguna barrera legal a la depreciación de la moneda que esto causaría. Por otro lado, un sistema cambiario flexible otorgó al tipo de cambio el papel de estabilizador automático ante choques externos de demanda agregada e inflación. En particular:

- Aumentos en la demanda externa de nuestras exportaciones (como ocurrió durante el despegue de la economía china a comienzos del presente siglo) se compensan, en parte, por una apreciación de la moneda nacional, que amortigua el impacto económico inicial (inflación y posible recalentamiento de la economía) del aumento en la demanda externa.
- Una aceleración de la inflación externa, que gatilla una depreciación del tipo de cambio real y un aumento en las exportaciones y disponibilidad de divisas, se traduce eventualmente en una apreciación del tipo de cambio nominal que cancela la transmisión de la inflación importada a la economía doméstica como ocurría en el contexto de paridades fijas de *Bretton Woods*. Por ejemplo, así fue el caso de mediados de la década de 1970 cuando el sistema de tipo de cambio fijo “importó” la inflación externa a la economía doméstica en la medida que el aumento de precios externos resultó en una depreciación del tipo de cambio real doméstico (léase, un diferencial de inflación en nuestro favor) que resultó en aumentos en agregados monetarios y creciente inflación doméstica.⁹

⁹ En el caso de los países industrializados, la aceleración de la inflación en Estados Unidos durante la década de 1970 fue un fenómeno generalizado. En efecto, a medida que Estados Unidos aceleraba el crecimiento de sus agregados monetarios y su gasto fiscal, un resultado casi automático de la depreciación del dólar en mercados monetarios internacionales fue un aumento en la tasa de crecimiento de los agregados monetarios e inflación en otros países industrializados, lo cual ocurrió en la medida que los bancos centrales de estos países compraban dólares para evitar la apreciación de sus monedas y expandían la oferta monetaria en el proceso (ver detalles, por ejemplo, en [Krugman y Obstfeld 1991](#) y [Obstfeld y Rogoff 1995](#)).

Cuadro 4. Perú: indicadores económicos seleccionados (1913-2021)

Presidentes	Prado, Bustamante y Rivero, Odría, Prado		Prado, Godoy, Belaúnde I		Morales Bermúdez		Belaunde II		García I		Paniagua, Toledo, Fujimori		TC flotante		Vizcarra, Merino, Sagasti, Castillo
	Benavides I, Pardo, Leguía, Sánchez Cerro, Benavides II	Misión Klein, TC fijo múltiple, 1949-1960	Misión Klein, TC fijo múltiple, 1961-1967	TC fijo múltiple, 1968-1975	Mini-devaluaciones, 1976-1980	TC fijo múltiple, 1981-1985	TC fijo múltiple, 1986-1990	Fujishock, estabilización, 1991-2000	2001-2006	2007-2011	2012-2019	2020-2021			
Crecimiento del PBI real	3.9	2.6	5.6	4.8	1.5	0.1	-1.5	4.0	4.8	6.7	3.8	1.3			
mediana de crecimiento	3.7	2.8	6.0	4.5	1.2	2.1	-1.5	2.7	5.2	8.5	3.6	1.3			
Crecimiento de la población	1.5	2.5	2.9	2.8	2.7	2.4	2.0	1.7	1.5	1.2	1.0	1.0			
Crecimiento del PBI per cápita	2.4	0.9	3.1	4.0	-1.1	-2.2	-3.4	2.2	3.2	5.4	2.7	0.3			
mediana de crecimiento	2.1	1.1	3.4	3.7	-1.5	-0.3	-3.4	1.0	3.6	7.2	2.6	0.3			
Tasa de inflación	-4.5; 1.8*	14.7	8.8	9.7	11.8	104.9	2,342.1	60.1	2.0	3.1	2.9	2.9			
Términos de intercambio internacional	-1.4	3.7	-0.7	2.3	3.7	-9.4	-6.1	-0.7	11.0	3.4	-1.1	10.4			
mediana de crecimiento	0.3	-1.5	-0.5	0.0	5.3	-10.2	-6.1	-2.9	7.2	-1.2	0.6	10.4			
Crecimiento de exportaciones de bienes y servicios (BxS)	-0.7	13.3	11.2	9.4	13.1	-5.0	8.2	8.1	21.7	14.9	1.5	14.2			
Crecimiento de importaciones de BxS	4.5	17.6	12.0	15.8	7.2	-8.6	19.4	9.9	11.5	22.0	2.4	10.2			
Tipo de cambio nominal (promedio, soles por US\$)	4.4	6.5	19.2	27.2	43.6	3,812	41,410,408	2.4	3.4	2.9	3.1	3.8			
Índice de tipo de cambio real	16.7	-18.3	6.5	-31.5	-20.2	23,0; 82,3***	-64.1	2.0	-0.8	-4.0	2.3	9.7			
(fin de período, cambio %, apreciación -) ^b															
Índice de tipo de cambio multilateral	--	--	--	--	--	--	--	0.8	0.6	-0.8	-0.1	8.0			
(fin de período, cambio %, apreciación -)															
Cobertura de reservas internacionales (reservas brutas en meses de importaciones de BxS)	2.9	2.8	1.6	2.4	3.0	5.5	3.5	12.3	13.5	15.6	17.5	18.7			
Crédito bancario al sector privado	--	9.3	12.5	13.1	14.5	80.2	863.7	44.3	2.3	14.9	10.5	10.2			
Base monetaria	772; -10,19**	24.5	15.9	12.5	17.9	45.2	117.5	46.8	12.4	21.3	9.3	21.4			
Saldo de balances reales (moneda nacional, % del PBI)	...	28.1	22.7	14.3	7.6	1.4	0.1	3.7	7.7	9.2	8.8	12.1			
Velocidad de circulación del dinero (moneda nacional)	...	3.3	5.2	5.2	4.8	6.5	6.1	15.7	6.5	4.7	4.0	2.7			
(En porcentaje del PBI)															
Balance ahorro-inversión^d															
Inversión	7.9	13.7	24.7	20.5	15.5	19.6	19.7	18.8	16.8	23.7	23.0	20.3			
Inversión pública	--	1.9	3.8	4.7	8.3	9.0	4.6	4.6	3.1	4.9	5.1	4.5			
gobierno central	--	1.9	2.8	2.3	5.6	4.0	2.9	3.1	1.9	2.0	2.1	1.9			
gobiernos locales y regionales	--	--	--	--	--	--	--	0.8	0.9	2.8	3.0	2.7			
empresas públicas	--	--	1.0	2.4	2.7	5.0	1.6	0.6	0.2	0.0	0.0	0.1			
Inversión privada	--	11.8	20.9	15.7	7.2	10.6	15.2	14.2	13.7	18.8	17.9	15.9			
Ahorro externo	-1.3	0.4	3.0	2.0	2.1	4.6	7.0	5.8	0.2	1.6	3.2	0.8			
(balance de cuenta corriente externa, superávit -)															
Ahorro doméstico	8.9	13.2	21.8	18.4	13.4	15.0	12.7	13.0	16.6	22.1	19.8	19.6			
Ahorro público (gobierno) ^e	-0.7	-2.0	1.8	1.1	0.0	-3.9	-3.9	2.5	2.5	6.0	5.3	1.2			
Ahorro privado	8.6	15.7	19.7	16.6	12.3	14.5	16.6	10.5	14.1	16.1	14.5	18.4			
Deficit del sector público^e	--	--	-1.0	-2.1	-4.1	-6.7	-7.8	-2.4	-0.9	1.1	-1.0	-5.8			

Fuente: BCRP, Extracto Estadístico del Perú, Seminario y Beltrán (1998) y estimaciones del autor.

^a Índice setiembre 1934=100, crecimiento a fin de período.

^b Para el período 1945-1949 los datos se refieren a 1945-1948 a fin de eliminar el efecto de la depreciación de noviembre de 1949 cuando empezó la flotación cambiaria.

^c Para el período 1950-1955 los datos se refieren a 1949-1955.

^d Identidad ahorro-inversión, ahorro externo es la balanza de pagos con signo opuesto.

^e Hasta 1967 los datos se refieren al déficit del gobierno central. En adelante los datos se refieren al sector público no financiero.

* Inflación promedio del período 1928-33 (deflación) y 1913-1939, respectivamente.

** Las estimaciones se refieren al crecimiento %, promedio durante los períodos 1929-30, 1931-32 y 1933-38, respectivamente.

*** Devaluación real promedio de los períodos 1981-1983 y 1981-1985 (en %), respectivamente.

Detalle de Políticas (Resumen)

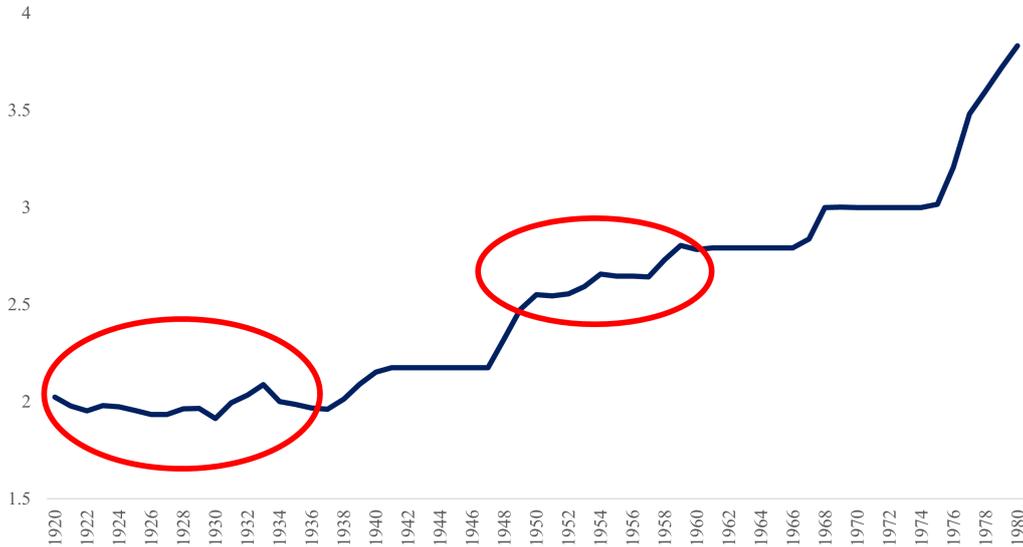
La información disponible sobre el comportamiento del tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real bilateral del sol contra el dólar americano revela las principales tendencias macroeconómicas bajo regímenes cambiarios alternativos durante el segundo centenario de la república:¹⁰

- Durante el periodo 1920-1980 los datos muestran que las tasas de cambio nominal no fueron tan flexibles sino que hubo una secuencia de episodios con un tipo de cambio nominal relativamente fijo, seguidos por ajustes discretos del tipo de cambio (devaluaciones, véase Gráfico 5). Solo las décadas de 1930 y 1950 fueron periodos con una mayor flexibilidad del tipo de cambio nominal, con la década de 1950 siendo considerada por algunos estudiosos una experiencia única con tipos de cambio flotantes en un país en desarrollo, como fuera referido anteriormente.¹¹
- Aunque un tipo de cambio fijo resultó inicialmente en una menor inflación, dicha estabilidad nominal influyó sobre la tendencia del tipo de cambio real (véase Gráfico 6). Los periodos de estabilidad del tipo de cambio nominal (por ejemplo, 1940-1948, 1960-1967 y 1970-1975) resultaron en una significativa apreciación del tipo de cambio real que llevó a un rápido crecimiento de la demanda interna y las importaciones de bienes y servicios. Dichas tendencias macroeconómicas resultaron en un aumento del déficit de la cuenta corriente externa y una disminución en el nivel de reservas internacionales del Banco Central. Por el contrario, los ajustes del nivel del tipo de cambio nominal (que generalmente fueron complementados por políticas financieras deflacionarias) dieron lugar a una desaceleración del crecimiento de las importaciones y la actividad económica, así como mejoras en el nivel del tipo de cambio real, la balanza de pagos y la posición externa de la autoridad monetaria.

¹⁰ El episodio de alta inflación e hiperinflación que comprende el periodo 1988-1990 es analizado por separado en la sección 3.4 más adelante.

¹¹ El comienzo del siglo XX también fue un periodo de flexibilidad cambiaria como es mostrado en el Anexo C. No tenemos, sin embargo, datos consistentes para “enlazarlos” con los datos desde 1920 mostrados en el Gráfico 5.

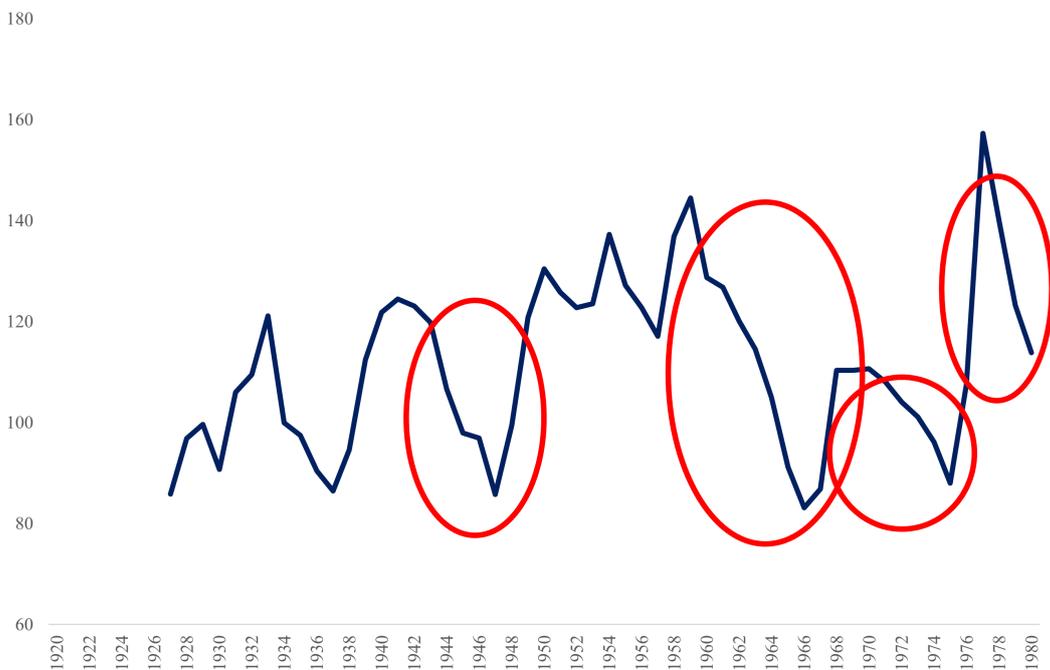
GRÁFICO 5. Perú: tipo de cambio nominal del sol contra el dólar, 1920-1980 (índice 1934=100, en logaritmos)



Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

Nota: Los tramos encerrados corresponden a periodos con mayor flexibilidad del tipo de cambio nominal.

GRÁFICO 6. Perú: tipo de cambio real del sol contra el dólar, 1927-1980 (índice 1934=100)



Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

Nota: Los tramos encerrados corresponden a periodos de apreciación del tipo de cambio real, donde una disminución en el índice del tipo de cambio indica apreciación del sol contra el dólar.

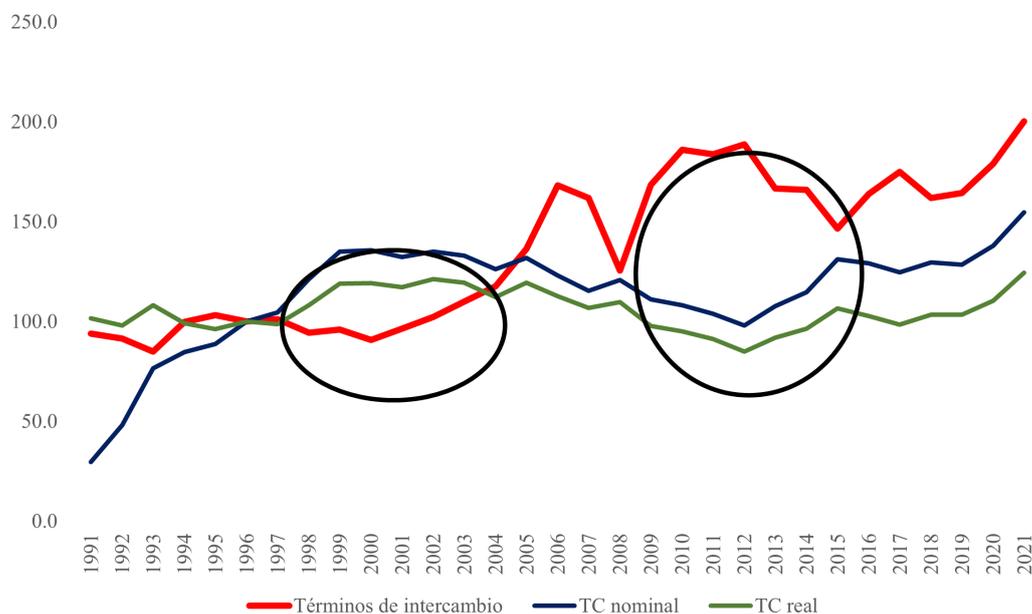
- La implementación de un tipo de cambio flotante durante la década de 1950 fue una ruptura con el sistema de tipo de cambio fijo en pie desde finales de la Segunda Guerra Mundial y ocurrió durante el auge del sistema de paridades fijas de *Bretton Woods* alrededor del mundo. La liberalización en el sistema cambiario de noviembre de 1949 (durante el gobierno del general Odría) fue influenciada por el informe económico y financiero de la Misión Klein.¹² La posición del gobierno en apoyo de la flotación era que el sistema de tipo de cambio flotante garantizaba la repatriación de ingresos de divisas por exportaciones y la disponibilidad de moneda extranjera para llevar a cabo las transacciones externas de cuenta corriente y de capital. Por otro lado, las autoridades argumentaron que el nivel relativamente bajo de reservas internacionales del Banco Central continuaba siendo un obstáculo para el establecimiento de una paridad cambiaria, libre de controles cambiarios y con comercio internacional. A la fecha de discusión sobre el tópico, solo Canadá era el otro país en el mundo operando bajo un régimen de tipo de cambio flotante.
- Luego del desastre económico de la segunda mitad de 1980, el programa de estabilización del presidente Fujimori inauguró un nuevo episodio de tipo de cambio flotante en agosto de 1990 que, en esencia, permanece en pie a la fecha. El programa antiinflacionario del gobierno de Fujimori incluyó, entre otras políticas de estabilización macroeconómica, la flotación del tipo de cambio con intervención del BCRP y la unificación de los múltiples regímenes cambiarios en pie durante el gobierno del presidente García.¹³ El ancla nominal del programa de estabilización fue el control de la base monetaria usada como medio de asegurar una baja inflación.
- La flotación del sol, que ha incluido intervención cambiaria ocasional de parte del Banco Central para evitar fluctuaciones exageradas del tipo de cambio inconsistentes con los fundamentos de la economía nacional, ha permitido la apreciación gradual del tipo de cambio durante el *boom* de las exportaciones peruanas a China (véase Gráfico 7) y una reducción de la inflación a niveles internacionales en un contexto de política monetaria activa del Banco Central (léase, usando instrumentos indirectos de control monetario véase nota de pie de página) a fin de mantener la estabilidad de precios pese al *boom* de comercio internacional.¹⁴

¹² Véase, por ejemplo, Klein y Pereyra (1949), Tsiang (1957), Pastor (2014) y Ortiz y Winkelried (2021).

¹³ Según Guevara (1999), en 1987, por ejemplo, existían ocho tipos de cambio para la exportación. Además, la política de tipos de cambio múltiples generó déficits cuasi-fiscales importantes, en la medida que el Banco Central mantuvo tipos de cambio de compra por encima de los de venta. El diferencial era cubierto con emisión primaria, constituyéndose este mecanismo en otro factor inflacionario (véase Velarde y Rodríguez, 1992c para una discusión de los hechos y retos económicos durante el primer año de implementación del Fujishock).

¹⁴ A diferencia de periodos anteriores donde primó el uso de instrumentos directos de control monetario (tasas de encaje bancario, topes a tasas de interés, directrices de crédito bancario selectivo, créditos del Banco Central al gobierno y bancos de fomento), la nueva política monetaria y cambiaria evolucionó hacia el uso de instrumentos indirectos (tasa de referencia del BCRP, operaciones cambiarias y de mercado abierto, créditos de liquidez, compra temporal de moneda extranjera con compromiso de recompra, entre otros) operando a través del mercado en su conjunto y afectando la estructura de tasas de interés vía cambios en la tasa de referencia del BCRP.

GRÁFICO 7. Perú: índices de términos de intercambio y tipo de cambio nominal y real versus dólar, 1991-2021 (2006 = 100)

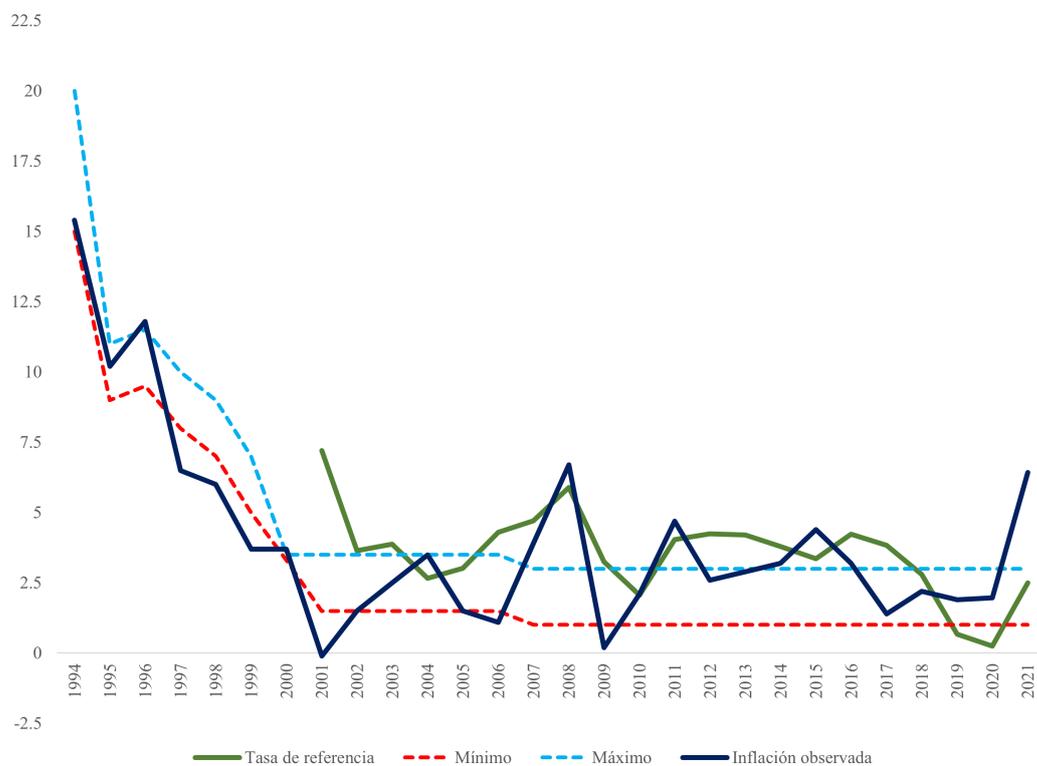


Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

Nota: Los tramos encerrados corresponden a periodos de *boom* de las exportaciones peruanas a China y donde una disminución en el índice de tipo de cambio indica apreciación del sol.

- Es de notar que la convergencia a tasas anuales de inflación anual de un dígito bajo el sistema de tipo de cambio flotante ha sido gradual (véase Gráfico 8), con dicha meta de inflación alcanzada solamente a finales de la década de 1990, en medio de un número de vaivenes económicos y financieros. Estos últimos incluyeron los efectos secundarios de las crisis de balanza de pagos de mercados emergentes en 1994 (efecto Tequila) y 1997-98 (crisis asiática y crisis rusa, en particular) que resultaron en una fuerte salida de capitales de Perú, contracción del crédito al sector privado y una concomitante recesión económica a finales de 1998. Dicho deterioro de la economía real, que se extendió aproximadamente hasta de 2001, resultó en una fuerte caída en la tasa de inflación y motivó la institucionalización de nuevo sistema monetario que complementara la flexibilidad cambiaria y, a su vez, mantuviese la credibilidad anti-inflacionaria del Banco Central y evitara los peligros de una deflación.
- Un sistema de metas explícitas de inflación -en boga en economías avanzadas y emergentes desde finales de la década del 1980- fue la respuesta. A la fecha, dicho sistema monetario con su meta de inflación anual de 2,5 por ciento durante 2002-2007 y 2,0 por ciento desde entonces (ambas metas numéricas con un margen de tolerancia de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo) ha contribuido a una singular estabilidad de precios y un fuerte crecimiento económico en los últimos veinte años (véase Cuadro 5).
- La implementación del nuevo sistema monetario ha reemplazado la meta de crecimiento de la base monetaria (usada en los primeros años del programa de estabilización) por una meta explícita de inflación que, en efecto, supedita el crecimiento de la base monetaria a la evolución de los precios, al hacer un anuncio anticipado del objetivo de inflación para el mediano y largo plazo (véase Pastor, 2022a). Este marco de política monetaria ha ganado paulatinamente la confianza del público y el mercado financiero sobre su efectividad de la política monetaria, incluso en eventos extremos como la Crisis Financiera Internacional de 2008/09. De su parte, el BCRP ha evolucionado en formas y contenido de la comunicación al público sobre sus decisiones de política, muy en línea con prácticas de otros bancos centrales alrededor del mundo. La implementación del sistema de metas de inflación se ha beneficiado de la independencia del Banco Central prescrita por la Constitución de 1993 y de la actual Ley Orgánica del BCRP, además de una fuerte coordinación de políticas fiscales y monetarias desde la década de 1990 (Rossini y otros, 2012).

GRÁFICO 8. Perú: tasa de referencia del BCRP, inflación anual observada y sus rangos meta, 1994-2021 (fin de periodo, en %)



Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

CUADRO 5. Perú: crecimiento e inflación, 1976-2021

	Régimen cambiario	PBI (Crecimiento %)		Inflación (IPC, %)	
		Promedio anual	Desviación estándar	Promedio anual	Desviación estándar
1976-1980	Mini-devaluaciones	2,4	2,8	51,4	14,8
1981-1985	TC flotante manejado	0,1	6,3	105,0	39,0
1986-1990	TC fijo	-1,5	10,5	2 342,0	3 184,0
1991-2001	TC flotante	3,7	3,9	55,0	120,0
2002-2007	TC flotante+	6,2	1,6	1,9	1,1
2008-2012	Metas explícitas	6,2	3,0	3,5	1,54
2013-2019	de inflación	3,3	1,3	2,7	0,82
<i>Memo item (COVID shock):</i>					
2020	Metas explícitas	-11,0	.-	1,82	.-
2021	de inflación	13,6	.-	3,98	.-

Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

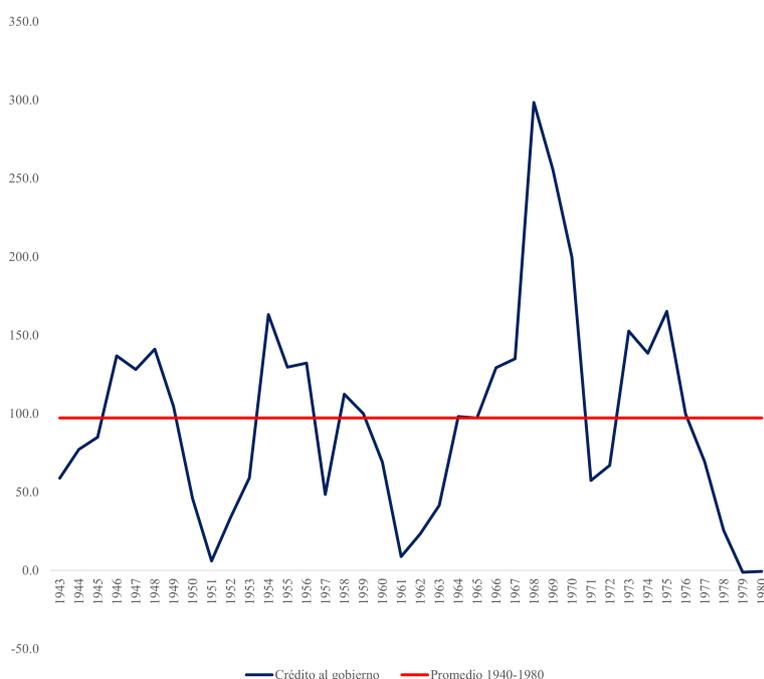
3.3. BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ: EVOLUCIÓN DE SUS LEYES ORGÁNICAS Y SU INDEPENDENCIA

A lo largo de los años, la autoridad monetaria peruana -establecida en 1922 durante el gobierno del presidente Leguía- ha sido regida por su respectiva Ley Orgánica, la cual ha evolucionado en términos de la finalidad, autonomía, e instrumentos de manejo monetario asignados al Banco Central (véase Anexo A para detalles).

La finalidad del Banco Central ha evolucionado de i) consolidar las varias fuentes de emisión de moneda nacional y dar elasticidad al circulante (Ley Orgánica de 1922) a ii) restablecer la convertibilidad en oro de la libra peruana, a la vez de asegurar una adecuada oferta de “fondos prestables” a la banca para el financiamiento de actividades productivas (Ley de 1931, modificada en 1932); para luego pasar a iii) mantener la estabilidad monetaria con el soporte de políticas monetarias y fiscales de apoyo al funcionamiento de los bancos comerciales, bancos de fomento y corporaciones estatales de fomento a la producción (ley de 1962) y finalmente a iv) preservar la estabilidad monetaria como objetivo único (ley de 1992).

La autonomía/independencia del Banco Central de grupos de interés afectando el diseño de la política monetaria ha sido un proceso lento y costoso durante la mayor parte del siglo XX. Dicha ley dispuso la constitución de un directorio del Banco Central más plural que el anterior, compuesto no solo por representantes de los bancos privados locales, sino también por representantes del gobierno, el público y los principales gremios de productores y comerciantes nacionales. Sin embargo, la influencia de los bancos privados en el manejo monetario se mantuvo en dicha ley orgánica al apoyarse esta en la doctrina económica de los “Fondos Reales” (en inglés, *Real Bills doctrine*) donde la labor principal del Banco era la provisión de crédito y redescuento a tasas de interés preferenciales a favor de “operaciones comerciales efectivas” relacionadas con la producción agrícola, el comercio y la manufactura. No había referencia explícita en la ley sobre la obligación del Banco de mantener la estabilidad monetaria. La independencia del Banco Central del gobierno se debilitó aún más en el transcurso del siglo XX, a medida que el crédito del Banco Central al gobierno se convirtió en la principal fuente de expansión de base monetaria (véase Gráfico 9). En un contexto de tipo de cambio fijo, tal política monetaria acomodativa solo llevó a inflación, apreciación del tipo de cambio real y pérdidas de reservas internacionales, en un escenario de crecientes importaciones de bienes y servicios y eventuales crisis cambiarias (véase por ejemplo Pastor, 2014 y Martinelli y Vega, 2020).

GRÁFICO 9. Perú: crédito al gobierno como % del aumento de la base monetaria, 1940-1980 (promedio móvil de tres años, %)



Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

La evidencia de dominancia fiscal en el manejo monetario se puede también corroborar en las políticas de encaje y de control de tasas de interés (activas y pasivas) implementadas a través de los años, especialmente el periodo de alta inflación

de las décadas de 1970 y 1980. La práctica de represión financiera en el Perú se tradujo en requerimientos de encaje legal satisfechos a través de la tenencia de bonos de gobierno y depósitos de la banca comercial en la banca de fomento y el Banco de la Nación. Hubo además uso de crédito selectivo y subsidiado de la Banca Central a sectores económicos considerados primordiales por el gobierno de turno y/o a favor de instituciones financieras cuasi públicas. Los topes en tasas de interés bancarias activas y pasivas en un contexto inflacionario fueron también fuentes importantes de represión financiera.¹⁵ Tanto la Ley Orgánica de 1932 como la de 1962 tuvieron, asimismo, vacíos legales que permitieron el financiamiento indirecto del erario al contemplar redescuento, casi ilimitado, de parte del Banco Central de bonos del tesoro en poder de los bancos comerciales. El financiamiento directo del erario fue, en principio, proporcional a un porcentaje reducido de los ingresos a recaudar por el gobierno aunque, en la práctica, fue mucho mayor. Un evento emblemático de la pérdida de autonomía del Banco Central fue la creación en 1969 del Consejo de Política Monetaria, presidido por el ministro de Economía y Finanzas, encargado de dictar normas de política monetaria y cambiaria, y dispensado de potestad superior al directorio del BCRP. Años después, el Decreto Supremo N° 159-87-EF de 1987 establecería que la política cambiaria fuera fijada por el Ministerio de Economía y Finanzas.

La autonomía del BCRP fue consagrada en su Ley Orgánica de 1992 (Artículo N° 2) y la Constitución Política del Perú de 1993 (Artículo N° 84), vigentes a la fecha. En ambos documentos el Banco Central es considerado una persona jurídica autónoma, con su propio capital y de duración indefinida. El Banco Central está además prohibido de ceder financiamiento al Tesoro, excepto a través de la compra en el mercado secundario de un monto limitado de valores emitidos por el Tesoro Público. El objetivo del banco es preservar la estabilidad monetaria según Ley Orgánica del BCRP y la constitución de la república.

La autonomía del Banco Central se ha visto apuntalada por el fuerte marco institucional macroeconómico de los últimos treinta años. En particular, desde 1999, el gobierno nacional ha implementado (con variaciones a través del tiempo) una regla fiscal orientada a lograr un equilibrio fiscal durante el ciclo económico, con superávits fiscales acumulados durante periodos de expansión económica y solo déficits moderados y no recurrentes permitidos durante periodos de menor crecimiento (Ley N° 27245 de Prudencia y Transparencia Fiscal publicada el 27 de diciembre de 1999). La implementación de la regla fiscal ha resultado en una reducción de la deuda neta del gobierno que ha aumentado la capacidad del Banco Central de esterilizar intervenciones en el mercado cambiario.

Un tránsito del uso de instrumentos directos a instrumentos indirectos de control monetario ha apoyado también la independencia al Banco Central en mantener la estabilidad monetaria. La Ley Orgánica de 1992 otorga al Banco Central la facultad de emitir sus propios certificados de depósitos para operaciones de mercado abierto con el propósito de afectar el comportamiento de los agregados crediticios/monetarios y la estructura de tasas de interés. A su vez, el Banco Central ha complementado su labor de estabilización nominal con un *dossier* de instrumentos, tales como intervenciones cambiarias en el mercado *spot* y a futuro, creación de una ventanilla de prestamista de última instancia a los bancos, operaciones de financiamiento temporal a los bancos usando sus saldos en moneda extranjera como colateral, entre otros. Estos instrumentos de intervención contrastan con aquellos del pasado, centrados principalmente en controles de cambio, redescuentos bancarios a tasas subsidiadas, topes a tasas de interés y uso del encaje legal como instrumento de crédito selectivo a sectores e instituciones consideradas “esenciales” por el gobierno de turno. Todos ellos, instrumentos directos de manejo monetario.

La independencia y sofisticación en la instrumentalización de la política monetaria ha apoyado un fuerte crecimiento económico en un contexto de niveles de inflación bajísimos para estándares internacionales, aunque un número de retos de política y análisis económico persisten. Por un lado, la autonomía de acción otorgada al Banco Central en la constitución de la república y su Ley Orgánica es, a fin de cuentas, un esfuerzo de independizar la política monetaria del ciclo político. Empero, no se puede suponer que dicha inmunidad del ciclo económico a intereses políticos sea un estado de las cosas permanente, especialmente en el contexto de la crisis sanitaria del COVID 19 y sus secuelas. Por otro lado, el desempeño de un BCRP independiente, medido en términos de baja inflación registrada durante los últimos 30 años, ha sido tremendamente exitoso. No obstante, un reto analítico pendiente es discernir cuánto de dicha reducción en inflación se debe a la combinación exitosa de un alto grado de profesionalismo del BCRP, la proliferación de bancos centrales aplicando sistemas de metas explícitas de inflación alrededor del mundo que ha reducido la inflación importada, y la integración de la economía china a la economía mundial con sus efectos positivos sobre la inflación vía la apreciación del tipo de cambio real gatillada por un fortísimo crecimiento de la exportaciones mineras.

¹⁵ Choy (1980) y Rossini (1983) son referencias originales sobre el análisis de represión financiera en Perú, incluyendo el análisis de políticas de encaje y topes a tasas de interés durante las décadas de 1960-1970.

3.4. EL PERIODO HIPERINFLACIONARIO DE 1988-1990 Y LA ESTABILIZACIÓN SUBSECUENTE

El Predecible Camino a la Hiperinflación

El periodo hiperinflacionario (1988-90) tuvo como precedente décadas de alta y creciente inflación que hicieron dicho desastre económico inevitable. La inflación aumentó escalonadamente de un promedio anual de 56 por ciento durante el periodo 1976-1982 a un promedio de 130 por ciento en el periodo 1983-1985, antes de entrar en una senda casi exponencial de crecimiento que llegó a su cúspide en 1990 con una tasa de inflación anual de casi 7 500 por ciento (véase Cuadro 6). Subyacente a esta historia de alta y creciente inflación se encontraba un déficit fiscal elevado y una política monetaria acomodativa, bajo un sistema de cambio fijo, arrastrada por años.

CUADRO 6. Perú: pre-estabilización, datos macroeconómicos

	Inflación (promedio anual)	Crecimiento PBI real	Inversión (% del PBI)	Déficit Fiscal (% del PBI)	Crecimiento de la Base Monetaria	Tipo de Cambio Real (Índice 1934=100) ^a	Déficit en Cuenta Corriente (% del PBI)	Crecimiento de los Términos de Intercambio
1976	33,6	1,2	17,8	-9,0	53,9	111,6	-7,5	1,0
1977	38,0	0,6	15,0	-9,7	24,0	163,3	-6,6	-7,0
1978	58,1	-3,8	14,6	-6,1	55,3	145,3	-0,5	-15,3
1979	67,9	2,0	14,6	-1,1	135,4	127,9	6,7	30,6
1980	59,4	7,7	17,7	-4,7	111,1	118,2	-0,7	9,2
1981	75,4	5,6	22,1	-6,8	63,4	107,4	-9,9	-18,1
1982	64,5	-0,2	20,0	-7,6	60,3	114,9	-7,7	-17,5
1983	111,1	-10,4	17,1	-10,2	113,1	131,9	-5,3	7,4
1984	110,2	3,6	20,4	-6,5	156,1	144,0	-1,4	-8,8
1985	163,4	2,1	18,4	-2,5	194,7	195,8	1,0	-10,2
1986	77,9	9,4	21,4	-6,4	39,3	157,8	-6,5	-26,7
1987	85,8	9,7	22,0	-8,1	113,1	156,1	-7,7	-0,6
1988	667,0	-9,4	22,1	-9,7	629,3	180,8	-13,0	12,3
1989	3 398,3	-12,3	17,6	-8,4	1 416,0	87,3	-2,8	-0,8
1990	7 481,7	-5,0	15,6	-6,4	6 130,6	56,7	-5,3	-14,7

Fuente: INEI, BCRP y estimaciones del autor.

^a Una reducción del índice indica una apreciación de la moneda nacional.

Factores externos como internos contribuyeron al incremento de la inflación de dos a tres dígitos durante el periodo 1976-1985. Por un lado, había estanflación de la economía mundial como secuela del embargo petrolero a los Estados Unidos en 1973 y el impacto sobre la oferta mundial de petróleo a raíz de la revolución iraní de 1979 que aumentó la inflación y generó recesión en Estados Unidos y el resto del mundo. Una política monetaria deflacionaria implementada por la Reserva Federal de Estados Unidos a partir de 1980 aumentó tasas de interés en los mercados internacionales, lo cual gatilló la crisis de la deuda externa latinoamericana a la vez que disminuyó el flujo de capitales extranjeros en economías en desarrollo (incluyendo Perú) que acentuó un mayor financiamiento inflacionario del déficit fiscal, ante la ausencia de fuentes alternativas de fondeo. Por otro lado, entre 1976 y 1977, en un contexto de “liberalización/apertura” económica y financiera apoyada por préstamos del FMI (véase Cuadro 7) y esfuerzos por cimentar la refinanciación de deuda pública con el Club de París, el BCRP estableció un sistema de mini-devaluaciones del tipo de cambio y aprobó el establecimiento de certificados de depósitos en moneda extranjera en la banca local.¹⁶ Sin embargo, a medida que la inflación aumentaba en un contexto de terca política monetaria acomodativa, ajustes continuos en precios controlados y un tipo de cambio indexado, hubo un éxodo de la demanda de soles con un trasfondo de continuos aumentos en la tasa de inflación (Pastor, 1985, 2014).

El balance macroeconómico del periodo inflacionario de 1976 a 1985 fue precario, por decir lo menos (véase Cuadro 6). El crecimiento económico promedio anual fue de menos del 1 por ciento durante el periodo, con un nivel de inversión relativamente

¹⁶ La implementación del sistema de mini-devaluaciones no fue sin idas y venidas. En efecto, la transición a dicho sistema cambiario incluyó multiplicidad de intentos fallidos con otros sistemas cambiarios: unificación del mercado de certificados de exportación y giros (45 soles/dólar en setiembre de 1975), mini-devaluaciones cambiarias (en setiembre de 1976), liberalización y devaluación del tipo de cambio (diciembre de 1977) y una vuelta a las mini-devaluaciones cambiarias (mayo de 1978). Personalidades claves durante la implementación del sistema de mini-devaluaciones incluyeron el ministro de Hacienda Javier Silva Ruete y el presidente del Banco Central de Reserva del Perú, Manuel Moreyra Loredo.

bajo, financiado por inestables niveles de ahorro doméstico y montos decrecientes de ahorro externo, especialmente en el contexto de la crisis de deuda externa latinoamericana. Además, durante 1983 el azote climático del Fenómeno de El Niño resultó en una caída del producto de más del 10 por ciento con efectos negativos sobre la posición fiscal, a la vez que las lluvias e inundaciones afectaron la evolución de los precios de los alimentos en la canasta básica del consumidor. El nivel del tipo de cambio real se mantuvo elevado, no obstante, debido a la indexación acelerada del tipo de cambio nominal en el contexto de la política de mini-devaluaciones.

En julio de 1985, el nuevo gobierno del presidente García puso en marcha un programa económico de emergencia orientado a reducir drásticamente la inflación, reactivar la economía y recuperar los salarios reales. La visión heterodoxa del programa renegaba de un enfoque ortodoxo al problema inflacionario basado en una reducción del déficit fiscal y otras medidas de control de la demanda agregada. Más bien, el programa del presidente García asumió una inflación de costos (aumentos en salarios, utilidades, tasas de interés y tipo de cambio) en un contexto de capacidad ociosa de producción. Bajo estos argumentos, un control de costos eliminaría la inflación y aumentaría los salarios reales, lo cual a su vez apoyaría la reactivación económica. El programa económico adicionó un elemento de confrontación con los países industrializados y los organismos financieros internacionales, responsabilizando dichos factores externos por el abultado servicio de deuda externa, bajo crecimiento económico y el empobrecimiento de la población. En este contexto, el gobierno adoptó como medida unilateral limitar los pagos por servicio de deuda a un 10 por ciento de las exportaciones (véase [Velarde y Rodríguez, 1992a](#)).

La fijación de precios de bienes públicos, salarios, tasas de interés y tipo de cambio en un contexto de crecientes déficits fiscales financiados por emisión inorgánica llevó a una fuerte sobrevaluación del tipo de cambio y a una espiral inflacionaria. El retraso cambiario avanzó acompañado de un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos y una pérdida de reservas internacionales que hizo inevitable una drástica devaluación. En setiembre de 1988, luego de anunciada la estatización de la banca nacional y dado el deterioro económico y financiero subyacente, hubo un nuevo esfuerzo de corrección fiscal y cambiaria que lamentablemente gatilló una tasa de inflación acumulada del orden de 200 por ciento en setiembre y octubre.¹⁷ La hiper-aceleración de la inflación resultó de un intento de corregir el atraso en precios públicos y privados controlados que lamentablemente desencadenó un sobreajuste del nivel de precios privados. Esta tasa de inflación anualizada ubicó al Perú dentro de las diez hiperinflaciones más grandes del mundo (véase [Velarde y Rodríguez, 1992a](#)). El shock inflacionario coincidió con una crisis cambiaria, con el dólar en el mercado paralelo aumentando desde 305 intis a comienzos de setiembre hasta 1 700 intis en diciembre de 1988 (una depreciación de más de 450 por ciento).

El periodo hiperinflacionario se extendió hasta 1990 en la medida que el gobierno del presidente García evitó tomar medidas drásticas y perpetuó los desequilibrios subyacentes. En efecto, el financiamiento inorgánico del déficit fiscal continuó hasta el final del gobierno aprista, mientras que se mantuvieron prácticas de tipo de cambio múltiple y aumentos de salarios mínimo tratando de abaratar importaciones y aumentar el poder de compra de la población a fin de reactivar la economía (véase Cuadro 8). Las distorsiones de precios relativos (que incluían el congelamiento de precios públicos y la brecha entre el tipo de cambio de compra y venta de dólares del Banco Central, entre otros) no se abordaron, lo cual de este modo perpetuó los déficits fiscales y cuasi-fiscales financiados por emisión monetaria, pérdida de reservas internacionales del Banco Central, e hiperinflación.

¹⁷ El “paquete” de medidas fue lanzado por el ministro Abel Salinas quien era el cuarto ministro de Economía durante el gobierno aprista, luego de los señores Alva Castro, Saberbein, y Robles Freyre. Todos los ministros anteriores al ministro Salinas hicieron esfuerzos por corregir atrasos de precios, incluyendo el tipo de cambio, pero dichos esfuerzos solo fueron parciales y desordenados, lo cual terminó agravando los desequilibrios macroeconómicos existentes.

CUADRO 7. Perú: relaciones con el FMI (1954-2020)

Año	Tipo de arreglo financiero	Duración del arreglo financiero (en años)	Fecha de aprobación por el directorio del FMI	Años en funcionamiento
1954	<i>Stand-by arrangement</i> (SBA)	1	febrero	1
1955	SBA	1	febrero	1
1956	SBA	1	febrero	1
1957	SBA	1	febrero	0
1958	SBA	1	febrero	0
1959	SBA	1	febrero	1
1960	SBA	1	febrero	1
1961	SBA	1	febrero	1
1962	SBA	1	febrero	1
1963	SBA	1	febrero	0
1964	SBA	1	febrero	0
1965	SBA	1	febrero	0
1966	SBA	1	febrero	0
1967	SBA	1	agosto	0
1968/69	SBA	1	noviembre	0
1970	SBA	1	junio	0
1972	<i>Compensatory Financial Facility</i> (CFF)		junio	
1976	<i>First Credit Tranche y Oil Facility</i>		marzo	
1976	CFF		abril	
1977	SBA	1	noviembre	1
1978	SBA y CFF	1	setiembre	1
1979/80	SBA	1	julio	1
1982	CFF		junio	
1982	<i>Extended Fund Facility</i> (EFF)	1	junio	0
1984	SBA	1	abril	0
1984	CFF		mayo	
1985	Declaración de inelible a usar fondos del FMI		agosto	
1991	Programa de Acumulación de Derechos (RAP)	3	setiembre	3
1993	EFF (1993-96), arreglo precaucionario luego del primer desembolso	3	marzo	2
1996	EFF (1996-98) precaucionario	3	julio	3
1999	EFF (1999-02) precaucionario	1	junio	2
2001	SBA (precaucionario)	1	marzo	1
2002	SBA (precaucionario) + Metas explícitas de inflación	2	febrero	2
2004	SBA (precaucionario)	2	junio	2
2007	SBA (precaucionario)	2	enero	2
2009	Última revisión arreglo 2007 SBA	1	enero	1
2010-2019	Misiones de consulta de Artículo IV, solamente			
2020	Línea Flexible del Crédito (FCL)	2	mayo	

Memo items:

Años:

Periodo 1954-2009	55
del cual: años de inelegibilidad (1985-1991)	8
Años con arreglo financiero (1954-2009) incluyendo RAP	39
Programa en marcha (<i>on track</i>)	28
Programa fuera de marcha (<i>off track</i>)	11

Fuente: FMI y estimaciones del autor.

La contracción acumulada del PBI durante el periodo hiperinflacionario (1988-1990) fue de casi 25 por ciento, una retracción de actividad económica incluso mayor a la registrada en Estados Unidos durante la Gran Depresión de la década de 1930. El aumento en el índice de precios durante el periodo fue de más de 2 millones por ciento. En suma, y sin lugar a duda, ese fue el más drástico periodo hiper-estancionario ocurrido en el Perú republicano durante el bicentenario patrio.

CUADRO 8. *Perú: principales indicadores económicos a julio de 1990*

Déficit fiscal (% del PBI)	6,1 %
Presión tributaria (% del PBI)	4,3 %
Reservas internacionales netas (millones de US\$)	-105
Balanza comercial (millones de US\$)	112
Tipo de Cambio Real ^a	
Paralelo	59,4
Exportador	46,1
Importador	48,5
Tasa de interés activa nominal ^b	51 %
Inflación mensual	63,20 %
Remuneraciones reales ^a	
Ingreso mínimo legal	51,0
Sector privado	34,9
Sector público	42,7
Precios Públicos ^a	
Gasolina de 84 octanos	7,7
Electricidad de hasta 100 kWh	7,4
Harina de trigo sin preparar	54,7

Fuente: Velarde y Rodríguez (1992a).

^a Índice julio 1985=100.

^b Sobre crédito en moneda nacional a 360 días.

*El Programa de Estabilización*¹⁸

El 8 de agosto de 1990, el gobierno del presidente Fujimori lanzó un programa de estabilización y reforma estructural orientado a atacar contundentemente el problema inflacionario y de balanza de pagos recibido, a la vez restablecer relaciones con la comunidad internacional. Para este fin, el gobierno implementó una política monetaria fiscal y monetaria restrictiva, unificó y liberalizó el sistema cambiario, e implementó un número de reformas estructurales en el sector público, financiero, mercado de trabajo, y tarifas de importación. En julio de 1991, el gobierno estableció el nuevo sol como la unidad monetaria nacional a una tasa de conversión de 1 millón de intis por 1 nuevo sol.¹⁹

La corrección fiscal incluyó drásticas políticas de ingreso y gasto del gobierno. El programa fiscal implementó un aumento de más de 3 000 por ciento en los precios de los combustibles, aumentos comparables en las tarifas de servicios públicos, eliminación de subsidios a alimentos básicos, eliminación de exoneraciones al pago de impuesto a la ventas y aranceles de importación, un impuesto temporal a la exportación y la formación de un Comité de Caja para asegurar que los gastos mensuales del gobierno central no excedan los ingresos mensuales. También se diseñó un programa de emergencia social a fin de ayudar a los grupos más necesitados por el impacto de la reducción de subsidios a los alimentos y los demás costos económicos y

¹⁸ Descripción fundamentada principalmente en Velarde y Rodríguez (1992a,b,c).

¹⁹ En noviembre de 2015 el Congreso Nacional cambió el nombre de la unidad monetaria a simplemente sol. El inti había reemplazado al (viejo) sol como la moneda nacional en febrero de 1985 (gobierno de Belaunde). La tasa de conversión establecida a esa fecha fue de 1 inti = 1 000 soles. Por lo tanto: 1 nuevo sol = 1 millón de intis = mil millones de (viejos) soles.

sociales resultantes del ajuste fiscal.

La política monetaria fue significativamente deflacionaria. El Banco Central limitó la emisión a aquella procedente de compra de divisas. El gobierno se comprometió a no solicitar financiamiento alguno del BCRP, con excepción de un crédito puente pagadero a tres meses. El Banco Central empezó a usar la base monetaria como su objetivo intermedio de política monetaria, mientras que el tipo de cambio -operando bajo un sistema de flotación sucia- funcionó como el ancla nominal y facilitó la gradual remonetización de la economía (que evitó un nuevo repunte inflacionario) y la sincronización de diferentes precios públicos a inicios del programa.

A raíz del paquete inicial de políticas hubo un fuerte aumento en el índice de precios al consumidor y una caída en la actividad económica que se fue revertiendo paulatinamente con el pasar de los meses. El índice de precios se incrementó 400 por ciento en agosto de 1990, mientras que la actividad económica cayó bruscamente. Posteriormente, la inflación mensual disminuyó de 14 por ciento en setiembre a 10 por ciento en octubre. Hubo también un repunte gradual de actividad económica con el pasar de los meses. Asimismo, desde un nivel insignificante a julio de 1990, las reservas internacionales aumentaron a más de 600 millones de dólares (aproximadamente 1,5 meses de importaciones de bienes y servicios) entre setiembre y octubre de 1990 debido a un superávit comercial de balanza de pagos (las importaciones prácticamente pararon inmediatamente después del lanzamiento del programa de estabilización) y la entrada (neta) de capitales extranjeros a raíz de las medidas estrictas de control de liquidez incluidas en el programa de estabilización. El tipo de cambio se depreció drásticamente de un promedio de 100 000 intis por dólar a comienzos de julio a 340 000 intis por dólar en agosto, para luego estabilizarse a un nivel de aproximadamente 450 000 intis por dólar en setiembre.

Los esfuerzos por restablecer relaciones con acreedores externos avanzaron desde un primer momento a fin de asegurar una posición sostenible de balanza de pagos en el corto y mediano plazo. La eliminación del monto de atrasos de servicio de deuda externa incurridos durante el gobierno del presidente García requería apoyo externo substancial en la forma de alivio de deuda (*debt relief*) de parte de acreedores privados y soberanos, a la vez de desembolsos frescos de préstamos concertados con el apoyo de la comunidad financiera internacional. En el caso del FMI, el Perú tenía obligaciones financieras vencidas y había sido declarado no elegible a recibir nuevo financiamiento de la institución en agosto de 1986. También habían atrasos financieros con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, cuyos desembolsos de préstamos a Perú habían sido suspendidos en 1987. El logro de una balanza de pagos sostenible requería reconciliar el servicio de deuda proyectado con la capacidad de pago de Perú en el corto y mediano plazo.

Sin embargo, el retorno a una senda afirmadamente decreciente de la inflación demandó apoyo externo y un tenaz y diestro manejo macroeconómico que solo se consolidó en 1993 (véase Cuadro 9). Durante 1991 y 1992 hubo logros iniciales importantes a medida que la estabilización se cementaba pese al golpe climático del fenómeno de El Niño en 1992 y el impacto del terrorismo sobre la actividad económica:

- De un lado, durante 1991 hubo negociaciones exitosas con los organismos multilaterales y el Club de París que generaron mejores expectativas de crecimiento y una balanzas de pagos sostenible. El gobierno logró un acuerdo con el FMI sobre un programa económico de “acumulación de derechos” (*Rights Accumulation Program*) cuya implementación satisfactoria ayudaría a Perú -con la aprobación del directorio de la institución- a culminar la situación de inelegibilidad para el uso de recursos del Fondo y obtener financiamiento de balanza de pagos una vez cancelados los atrasos financieros pendientes con la institución. Asimismo, el Club de París acordó (en principio) otorgar alivio de deuda soberana en la forma de reprogramación o refinanciamiento de obligaciones vencidas a setiembre de 1991 y programadas hasta diciembre de 1992 a Perú. De otro lado, los logros en la coordinación de la austera política monetaria y fiscal (incluyendo mejoras paulatinas en el control del crecimiento de la emisión monetaria) apoyaron una tendencia a la baja de la inflación y una reducción de tasas de interés en moneda nacional durante la segunda mitad de 1992.
- El año 1993 trajo buenas noticias para el Perú. En marzo de 1993, Perú vuelve a ser considerado elegible para el uso de recursos del FMI gracias a una exitosa implementación del referido programa económico de “acumulación de derechos” (véase Cuadro 7), además de cancelar las obligaciones vencidas con la institución.²⁰ El proceso de reinserción del Perú a la economía financiera internacional estaba puesto en marcha y terminaría satisfactoriamente con el alivio de deuda a bancos comerciales obtenido en el contexto del *Plan Brady* en 1997, que disminuyó significativamente el servicio de deuda externa comercial (intereses y amortización) del gobierno. También, a marzo de 1993 la tasa promedio de inflación mensual estaba convergiendo a tres por ciento (véase Gráfico 10) y la actividad económica en agricultura, pesca y otros sectores se recuperaba del flagelo del fenómeno de El Niño.²¹ Las reservas internacionales netas ascendían a 2 600 millones de dólares a finales de 1992 (equivalentes aproximadamente a casi siete meses de importaciones de bienes y servicios). El tipo de cambio

²⁰ Los atrasos financieros con el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial fueron cancelados en setiembre de 1991 y entre marzo y abril de 1993, respectivamente.

²¹ Solo en 1997 la tasa de inflación anual promedio convergería a un dígito (véase Cuadro 9).

real estaba aproximadamente un diez por ciento por encima de su nivel hacia diciembre de 1990.

- En suma, el Fujishock de agosto 1990 desencadenó un círculo virtuoso (también llamado el fenómeno de déficits gemelos, fiscal y externo) de gradual consolidación fiscal y mejora en la posición externa del Banco Central que habría de perpetuarse por años. Una magna acumulación de depósitos del gobierno con el BCRP contuvo el crecimiento de la base monetaria y redujo el impuesto inflación subyacente (véase Anexo D y Gráfico 11). En línea con la experiencia internacional, el impuesto inflación en Perú asemejó el perfil de una curva de Laffer llegando a un máximo de recaudación del impuesto entre 1988 y 1989 y descendiendo rápidamente durante el periodo hiperinflacionario de finales de la década de 1980.²²²³

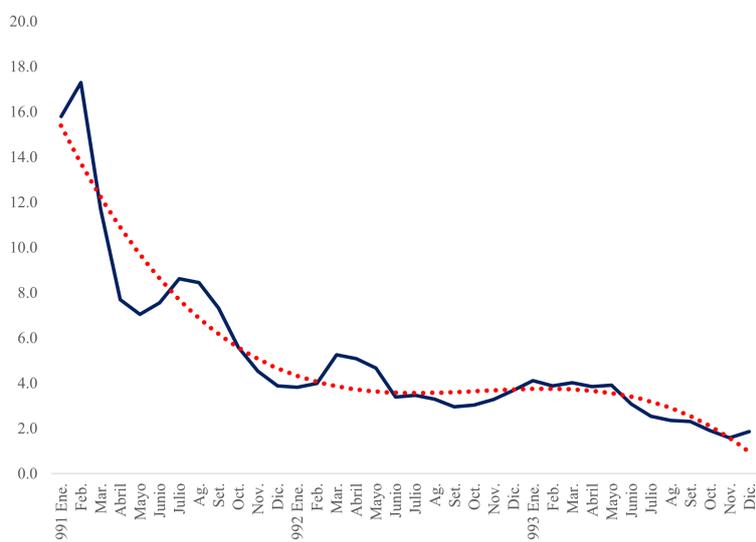
CUADRO 9. Perú: pos-estabilización, datos macroeconómicos

	Inflación (promedio anual)	Crecimiento PBI real	Inversión (% del PBI)	Déficit Fiscal (% del PBI)	Crecimiento de la Base Monetaria	Tipo de Cambio Real (Índice 1934=100) ^a	Déficit en Cuenta Corriente (% del PBI)	Crecimiento de los Términos de Intercambio
1990	7481,69	-5,0	15,6	-6,4	6130,6	56,7	-5,3	-14,7
1991	409,53	2,2	16,0	-2,8	175,1	85,3	-4,4	-6,0
1992	73,53	-0,5	15,9	-3,9	101,3	82,2	-6,0	-2,8
1993	48,58	5,2	17,6	-3,1	59	90,7	-6,7	-7,1
1994	23,73	12,3	19,1	-2,8	45,9	83,1	-6,2	17,5
1995	11,13	7,4	21,7	-3,1	30,5	80,7	-8,6	3,4
1996	11,55	2,8	19,7	-1,0	21,9	83,9	-7,2	-3,1
1997	8,55	6,5	21,1	0,2	23,8	82,7	-6,1	1,2
1998	7,25	-0,4	20,8	-0,8	-4,4	90,7	-6,6	-6,7
1999	3,47	1,5	18,2	-3,1	13,1	99,8	-3,0	1,7
2000	3,76	2,7	17,4	-3,2	1,6	100,0	-3,1	-5,4

Fuente: INEI, BCRP y estimaciones del autor.

^a Una reducción en el índice indica apreciación de la moneda nacional.

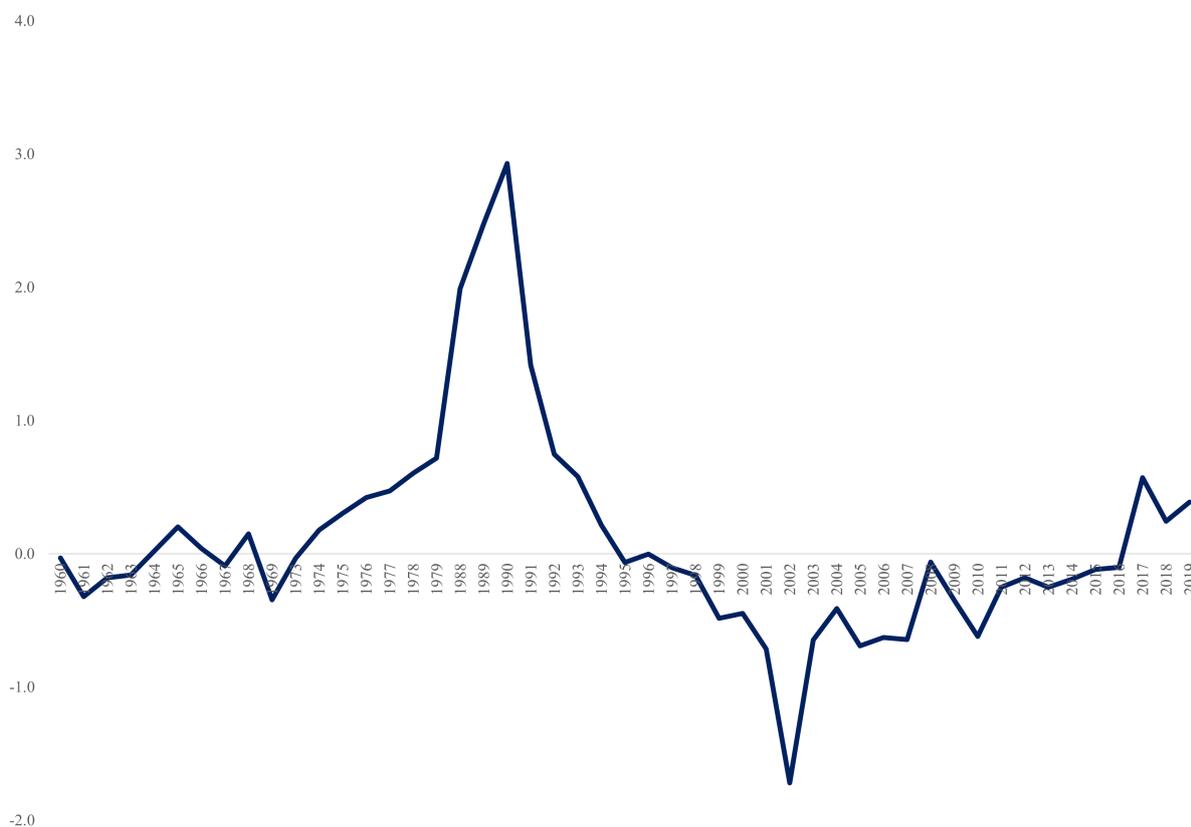
GRÁFICO 10. Perú: promedio móvil (tres meses) de tasas de inflación mensual, enero 1991 - diciembre 1993



Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

²² Véase, por ejemplo, los análisis y estimaciones del impuesto inflación en Blanchard y Fischer (1989), Bomberger y Makinen (1983), Drazen (1985), Fields (2020), Kiguel y Neumeier (1995), Wicker (1986) y Martinelli y Vega (2020).

²³ En términos estilizados, el impuesto inflación es igual al señoreaje apropiado por el gobierno cuando la economía se encuentra en estado estacionario (no hay crecimiento económico) y la tasa de crecimiento de la base monetaria es igual a la tasa de inflación. El análisis matemático es presentado en Blanchard y Fischer (1989, cap. 4, sec. 4.7, *Seigniorage and Inflation*).

GRÁFICO 11. Perú: impuesto inflación, 1960-2019 (en logaritmos)

Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

3.5. POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA PANDEMIA (2020-2021)

La crisis financiera de 2008 y la pandemia del COVID 19 han gatillado cambios importantes en el régimen de regulación económica global y nacional. La crisis de 2008, desencadenada por una alta volatilidad de flujos financieros internacionales y una reducida aversión al riesgo por parte de los inversionistas reveló un número de riesgos sistémicos latentes al funcionamiento de los mercados financieros y la estrecha interrelación de dichos mercados con la economía real. La pandemia del COVID 19, por otro lado, ha sido un fuerte *shock* adicional al comportamiento de la economía mundial con una respuesta generalizada de apoyo fiscal y monetario para contener la desaceleración económica gatillada por la paralización de sectores económicos enteros en las diversas economías nacionales. A su vez, estos dos eventos han revelado falencias subyacentes en muchas economías emergentes con respecto a la fortaleza aparente de la consolidación fiscal lograda a lo largo de los años, en general, y del sector salud nacional, en particular. Los *shocks* han revelado la necesidad de un fuerte y extensivo apoyo monetario. Este último incluyendo, en ambas crisis, políticas no convencionales del lado de los bancos centrales alrededor del mundo tales como tasas de interés negativas (en términos reales) y apoyo directo al sector privado financiero y no financiero (algo impensable hasta hace poco) a fin de restablecer los niveles de ingreso per cápita previos a la crisis.

Por el lado fiscal la pandemia ha impulsado cambios sustanciales en la estructura de gasto público, con i) un aumento significativo en transferencias a familias y hogares afectadas por la pandemia, además de ii) gastos corrientes y de capital en salud pública y iii) un relajamiento aparente sobre los niveles de deuda pública, dados los contextos iniciales robustos y condiciones dinámicas favorables en términos de la tasa de interés real de dicha deuda y el crecimiento potencial de la economía.

El cambio en la estructura del gasto fiscal y el aumento del tamaño de la hoja de balance del Banco Central son eventos que han de lidiarse en los años por venir (véase Pastor y Seminario, 2020 y Seminario y otros, 2020).

4. OBSERVACIONES FINALES

El objetivo de este estudio ha sido resumir la política monetaria y cambiaria implementada durante los 200 primeros años de la República del Perú. Este constituye un inmenso objetivo intelectual, que ha merecido libros enteros para explicar detalles de acciones tomadas por las autoridades nacionales en coyunturas específicas, así como una tarea pendiente para los estudiosos de la realidad nacional.²⁴

Este artículo resalta las interrelaciones entre la economía nacional e internacional, definiendo estas últimas (en general) los grados de libertad de acción con que cuenta la política económica nacional. Factores externos afectaron en ocasiones positiva o negativamente el logro de los objetivos de la autoridad monetaria nacional, fueran estos centrados en i) garantizar la convertibilidad de la moneda nacional a un tipo de cambio oficial versus el oro o el dólar americano o ii) el balance interno de la economía -inflación, crecimiento y posición de balanza de pagos- en un ambiente de tipo de cambio flotante. Dependiendo de la elección del sistema cambiario nacional, los impulsos externos (léase, inflación importada o caídas en la demanda de nuestras exportaciones) se tradujeron ya sea en i) inflación doméstica y problemas de balanza de pagos bajo un sistema de tipo de cambio fijo o, en su lugar, en ii) depreciaciones o apreciaciones del tipo de cambio nominal -dependiendo de la dirección del *shock* externo- que dieron flexibilidad y aislaron a la economía nacional de los vaivenes de la economía mundial.

En un contexto de flotación cambiaria, los cambios institucionales consagrados en la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) de 1992 y la Constitución de 1993 -eliminando la posibilidad de financiamiento monetario del déficit fiscal- consolidaron la independencia de la autoridad monetaria y pusieron fin al proceso de “dominancia fiscal” del manejo monetario característico de la mayor parte del siglo XX.

El repaso histórico identifica momentos de intensa confusión en encontrar la dirección correcta de política económica (monetaria y fiscal) nacional. Ejemplos de estos eventos catastróficos (Seminario, 2016) son i) la hiperinflación de finales del siglo XIX, impulsada por una emisión desmesurada de billetes fiscales antes, durante, y después de la guerra con Chile, ii) la crisis de balanza de pagos y la respuesta de política monetaria y cambiaria de mediados de la década de 1970 que gatilló crecientes niveles de inflación, llegando la tasa de inflación- ya en ese entonces- a niveles de tres dígitos a comienzos de la década de 1980 y iii) la hiperinflación de finales de la década de 1980 que fue otro evento catastrófico que produjo inmensa penuria humana, desastre económico del cual tomó más de veinticinco años recuperarse en términos de ingreso per cápita.

Existen ejemplos de acciones decisivas y fundamentales en restaurar la estabilidad macroeconómica y bienestar nacional. Estos incluyen, entre otros, i) la adopción del patrón oro a comienzos del siglo XX en un contexto de crecimiento secular de la economía mundial y ii) el Fujishock de agosto de 1990 que abordó la hiperinflación recibida del gobierno aprista con drásticas medidas fiscales y monetarias, estableció un sistema de tipo de cambio flotante y sentó las bases para el logro bajísimas tasas de inflación a la fecha. Esto último acaeciendo en un ambiente de fortísimo crecimiento de nuestras exportaciones mineras a China (lo cual apreció el tipo de cambio y contuvo potenciales presiones inflacionarias) además de una difundida implementación a nivel internacional del sistema de metas explícitas de inflación en el manejo de Banca Central que redujo la inflación importada.

El liderazgo de parte de ciertos individuos y constante fortalecimiento de instituciones, como el BCRP en particular, ha sido fundamental en consolidar el periodo de estabilidad macroeconómica y alto crecimiento de la economía nacional durante los últimos treinta años. El periodo de flotación cambiaria nacional a finales de la década de 1950 -cuando el resto del mundo (excepto Canadá) operaba bajo el sistema de paridades fijas de *Bretton Woods*- es otro ejemplo de liderazgo, fortaleza institucional y acertada política de parte de las autoridades monetarias nacionales a conmemorar este bicentenario patrio.

²⁴ Una contribución a este objetivo es el reciente libro de Vega y Zegarra (2023a,b).

REFERENCIAS

- Banco Central de Reserva del Perú (1997). *La misión Kemmerer en el Perú: Informes y propuestas*. Ausonia S.A.
- Bardella, G. (1989). *Un siglo en la vida económica del Perú: 1889-1989*. Banco de Crédito del Perú.
- Blanchard, O. J. y Fischer, S. (1989). *Lectures on Macroeconomics*. The MIT Press.
- Bloomfield, A. I. (1959). *Monetary Policy Under the International Gold Standard: 1880-1914*. Federal Reserve Bank of New York.
- Boloña, C. (2000). *Experiencias para una economía al servicio de la gente*. Nuevas Técnicas Educativas.
- Bomberger, W. A. y Makinen, G. E. (1983). The Hungarian Hyperinflation and Stabilization of 1945-1946. *Journal of Political Economy*, 91(5):801-824.
- Cagan, P. (1956). The Monetary Dynamics of Hyperinflation. En Friedman, M., editor, *Studies in the Quantity Theory of Money*, pp. 25-117. The University of Chicago Press.
- Choy, I. M. (1980). El encaje como instrumento de política económica en el Perú. Tesina, Universidad Nacional Mayor de San Marcos.
- Contreras, C. (2001). Apéndice cuantitativo: El Perú entre 1821-1930. En Contreras, C., editor, *Compendio de Historia Económica del Perú*, pp. 421-550. Banco Central de Reserva del Perú e Instituto de Estudios Peruanos.
- Drazen, A. (1985). A general measure of inflation tax revenues. *Economics Letters*, 17(4):327-330.
- Edwards, S. (1983). Floating Exchange Rates in Less-Developed Countries: A Monetary Analysis of the Peruvian Experience, 1950-54. *Journal of Money, Credit and Banking*, 15(1):73-81.
- Fields, T. (2020). Understanding the Inflation Tax. *International Research Journal of Applied Finance*, 6:649-657.
- Guevara, G. (1999). La Política Monetaria del Banco Central: "Una perspectiva histórica". *Revista Estudios Económicos*, 5.
- Hamann, A. y Savastano, M. (1985). El enfoque monetario de la determinación del tipo de cambio en los países en vías de desarrollo: un análisis de la experiencia peruana (1949-1954). Tesina, Universidad del Pacífico.
- Kiguel, M. A. y Neumeyer, P. A. (1995). Seigniorage and Inflation: The Case of Argentina. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(3):672-682.
- Klein, J. y Pereyra (1949). Reforma Monetaria en el Perú. *El Trimestre Económico*, 16(64(4)):600-627.
- Krugman, P. R. y Obstfeld, M. (1991). *International Economics: Theory and Policy*. Harper Collins, 2da edición.
- Martinelli, C. y Vega, M. (2020). The Case of Peru. En Kehoe, T. J. y Nicolini, J. P., editores, *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017*. University of Minnesota Press.
- Moll, B. y Barreto, E. G. (1942). El sistema monetario de Perú (segunda parte). *Revista de Economía y Estadística*, 4(3):283-325.
- Obstfeld, M. y Rogoff, K. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4):73-96.
- Ortiz, M. y Winkelried, D. (2021). El largo camino hacia la estabilidad macroeconómica. En Beltrán, A., Sanborn, C. A., y Yamada, G., editores, *En búsqueda de un desarrollo integral: 20 ensayos en torno al Perú del Bicentenario*, pp. 27-53. Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Pastor, G. (1985). *Short Term Control of Monetary Aggregates: The Case of Peru*. Tesis doctoral, Indiana University Bloomington.
- Pastor, G. (2014). Perú: políticas monetarias y cambiarias, 1930-1980. En Contreras, C., editor, *Compendio de Historia Económica del Perú, Tomo 5: La economía peruana entre la gran depresión y el reformismo militar*, pp. 265-343. Banco Central de Reserva del Perú.

- Pastor, G. (2022a). El Banco Central de Reserva del Perú: 1922-2022. *Revista Moneda*, 189:8–19.
- Pastor, G. (2022b). Políticas monetarias y cambiarias durante 1945-1963. En Vega, M. y Zegarra, L. F., editores, *Historia del Banco Central y la Política Monetaria del Perú - Tomo I*, pp. 165–198. Banco Central de Reserva del Perú.
- Pastor, G. y Seminario, B. (2020). Perú: Retos de Política Monetaria durante la Pandemia. Disponible en: <https://dev.focoeconomico.org/2020/04/17/peru-retos-de-politica-monetaria-durante-la-pandemia/>.
- Rossini, R. (1983). El manejo monetario en una economía con un sistema financiero reprimido. Tesina, Universidad del Pacífico.
- Rossini, R., Quispe, Z., y Loyola, J. (2012). Fiscal policy considerations in the design of monetary policy in Peru. En Bank for International Settlements, editor, *Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies*, volumen 67 de *BIS Papers chapters*, pp. 253–267. Bank for International Settlements.
- Seminario, B. (2016). *El desarrollo de la economía peruana en la era moderna. Precios, población, demanda y producción desde 1700*. Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Seminario, B. y Beltrán, A. (1998). *Crecimiento económico en el Perú: 1896-1995. Nuevas evidencias estadísticas*. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Seminario, B., Palomino, L., Pastor, G., Berrocal, V., y Montenegro, K. (2020). Impacto de la Pandemia sobre la Economía Mundial y el Modelo Económico Peruano - Una Aproximación. <https://dev.focoeconomico.org/2020/11/13/impacto-de-la-pandemia-sobre-la-economia-mundial-y-el-modelo-economico-peruano-una-aproximacion/>.
- Tsiang, S. C. (1957). An Experiment with a Flexible Exchange Rate System: The Case of Peru, 1950-54. *IMF Staff Papers*, 5(3):449–476.
- Ugarte, C. A. (1926). *Bosquejo de la Historia Económica del Perú*. Imp. Cabieses.
- Vega, M. y Zegarra, L. F., editores (2023a). *Historia del Banco Central y la Política Monetaria del Perú - Tomo I*. Banco Central de Reserva del Perú.
- Vega, M. y Zegarra, L. F., editores (2023b). *Historia del Banco Central y la Política Monetaria del Perú - Tomo II*. Banco Central de Reserva del Perú.
- Velarde, J. y Rodríguez, M. (1992a). De la desinflación a la hiperestanción: Perú 1985-1990. Documento de Trabajo 5, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Velarde, J. y Rodríguez, M. (1992b). El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año. Documento de Trabajo 2, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Velarde, J. y Rodríguez, M. (1992c). Lineamientos para un programa de estabilización de ajuste rápido. Documento de Trabajo 1, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Wicker, E. R. (1986). Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy. *American Economic Review*, 76(3):350–364.

ANEXOS

A. BANCO DE RESERVA Y BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ: EVOLUCIÓN DE SUS LEYES ORGÁNICAS Y SU INDEPENDENCIA

A.1. LEY ORGÁNICA DEL BANCO DE RESERVA, 9 DE MARZO DE 1922 (LEY N° 4500)

La Ley Orgánica de 1922 se centró en la consolidación por el Banco de Reserva de las fuentes varias de emisión de moneda nacional (léase, cheques circulares al portador emitidos por la Junta de Vigilancia y los principales bancos residentes).

La estabilidad de precios no constituyó un objetivo explícito del Banco de Reserva, ya que sus funciones se centraron en “dar elasticidad al circulante” a través de sus operaciones crediticias.

Según la Ley, el Banco de Reserva era una institución de 25 años de duración, subsistencia prorrogable bajo acuerdo entre los accionistas. El capital del Banco estaba dividido en acciones suscritas por bancos accionistas y el público (sin derecho a voto).

El Banco era gobernado por diez directores, cuyo nombramiento y duración en el cargo era escalonado y variaba entre uno y tres años. Tres directores, incluyendo el presidente del directorio, eran nombrados por el gobierno. Seis directores eran nombrados por los bancos accionistas, comprendiendo bancos nacionales y extranjeros operando en el país. El décimo director era nombrado en caso el gobierno constituyese una Agencia Fiscal en el extranjero.

La participación mayoritaria de bancos en el Directorio del Banco restó autonomía al Banco de Reserva.

Bajo el control de los bancos accionistas la política crediticia fue crecientemente expansionista, estando la autoridad monetaria autorizada (además de emitir billetes) a descontar -a tasas de interés preferenciales- documentos de crédito bancario otorgado a “operaciones comerciales efectivas” -léase, documentos emitidos sobre proyectos agrícolas, comerciales, e industriales (Artículo 11 b) y negocios relacionados con el comercio y mercado hipotecario-, además de descontar obligaciones del Tesoro, por un monto equivalente hasta el 90 por ciento del valor en plaza. Un fuerte aumento en redescuentos de parte del Banco de Reserva redujo la garantía en oro fiduciario del circulante.

La Ley de 1922 mantuvo la inconvertibilidad de la libra peruana en oro metálico y/o dólares americanos o libras esterlinas establecida en 1914 (Artículos 13 y 14), conservando *de facto* un régimen de flotación cambiaria de la moneda nacional.

A.2. LEY ORGÁNICA DE 1932 (LEY N° 7137, MODIFICADA POR LEY N° 7538, RESTABLECIENDO LA INCONVERTIBILIDAD EN ORO DE LOS BILLETES DEL BCRP)

La Ley N° 7137 estuvo basada en la propuesta de la misión Kemmerer de restablecer una libre convertibilidad del sol contra el oro.²⁵ Sin embargo, el déficit de balanza de pagos del periodo 1931-1932 redujo la oferta monetaria, generando una deflación significativa.²⁶ En este contexto, la convertibilidad en oro fue suspendida en mayo de 1932 (Ley N° 7538) y las autoridades monetarias dejaron que el libre juego de oferta y demanda de divisas determinase el tipo de cambio.

La Ley Orgánica no especificaba un objetivo explícito del nuevo Banco Central (creado en 1931), aunque el reporte integral de la misión Kemmerer, que incluía la propuesta de ley, enfatizaba la requerida coordinación de políticas fiscales y monetarias consistente con la estabilidad de precios.²⁷

La ley estuvo fundada en la doctrina de las “Facturas Reales” (en inglés, *Real Bills doctrine*) que fomentaba la

²⁵ En 1931, el sol de oro reemplazó a la libra peruana como unidad monetaria nacional.

²⁶ Hubo también una reducción del capital del BCRP a favor del Banco Agrario en 1931 que redujo la garantía en oro del circulante y redujo la capacidad de defender la convertibilidad.

²⁷ Banco Central de Reserva del Perú (1997).

oferta de crédito a “operaciones comerciales efectivas” vía el redescuento de instrumentos de crédito originados en, o garantizados por, la producción, fabricación, transporte o venta de bienes (Artículos N° 49 y 53).

El crédito al gobierno era elástico y mayormente indirecto, incluyendo redescuento a los bancos en lugar de valores del tesoro y giros de gobierno emitidos a cargo de impuestos a recaudar por la Caja de Consignaciones y Depósitos. A lo largo de los años, modificaciones de la ley facilitaron el financiamiento directo al erario.

La ley apoyaba la independencia del Banco Central a través de una reducción de los grupos de interés en el diseño de política monetaria. Por ello, se dispuso la constitución de un directorio más plural que el anterior, compuesto de once miembros elegidos por periodos de tres años, cuatro miembros representando al Poder Ejecutivo, tres miembros representando a los bancos y cuatro miembros representando al sector privado no bancario.

A.3. LEY ORGÁNICA DE 1962 (LEY N° 13958 DEL 30 DE ENERO DE 1962)

La Ley Orgánica de 1962 ordena al Banco Central a “mantener la estabilidad monetaria con el apoyo de políticas fiscales y económicas adecuadas, y promover las condiciones crediticias y cambiarias que conduzcan al desarrollo ordenado de la economía nacional” (Artículo N° 1).

La ley prescribe la celebración de un convenio entre el ministro de Hacienda y el Banco respecto a la autonomía del Banco en la implementación de la política monetaria, crediticia y su régimen de operaciones, administración y utilidades (Artículo N° 83, Disposiciones Generales). La ley formula relaciones del Banco Central con los bancos comerciales, bancos de fomento y Corporaciones Estatales de Fomento a la Producción (CEFPs) que afectaron la dinámica de crecimiento de la base monetaria. Además de políticas de redescuento de instrumentos crediticios respaldados por operaciones comerciales o productivas, la ley da la potestad al Banco Central de (Artículos N° 56, 67-72):

- Establecer tasas de interés de redescuento diferenciadas según la naturaleza del prestatario: banco comercial, de fomento, CEFPs o gobierno.
- Fijar tasas de interés máximas para operaciones activas y pasivas de las empresas bancarias y otros intermediarios financieros. Política que gatilla la represión financiera en un contexto inflacionario.
- En acuerdo con el ministro de Hacienda, establecer tasas de encaje diferenciadas por tipo de depósito bancario (maduración y tipo de moneda) y banco receptor (comercial o de fomento).²⁸
- Hacer préstamos directos a los bancos con garantía de cédulas del Banco Central Hipotecario.
- Usar flexibilidad en su política crediticia con los bancos. Los límites de estas actividades crediticias tenían un máximo equivalente a la cuarta parte del capital pagado y fondo de reserva del banco solicitante. Sin embargo, los límites podían ser dispensados por acuerdo del directorio del BCRP.

El financiamiento del déficit fiscal continuó en la modalidad indirecta, por la cual el Banco Central redescataba con los bancos y el público, en general, obligaciones del tesoro hasta por el 75 % de su valor de mercado. El financiamiento directo del erario tenía un límite equivalente a un doceavo de las rentas ordinarias del presupuesto general de la república. El Banco Central podía también adquirir y vender en el mercado, con fines de regulación monetaria, bonos, títulos u otras obligaciones de gobierno libremente negociables.

La ley dictamina que el capital del Banco es del estado, por lo que no se emiten acciones. El Banco es administrado por un directorio compuesto por nueve miembros, nombrados por tres años, tres miembros representando al Poder Ejecutivo, un miembro representando a bancos de fomento, dos miembros representando a los bancos comerciales y tres miembros representando al sector privado no bancario. Los directores se renuevan por tercios, con reelección máxima de dos periodos consecutivos.

²⁸ Eventualmente también se implementó la práctica de constituir los encajes bancarios en colocaciones especificadas por el gobierno (léase, depósitos con el Banco de la Nación o tenencia de bonos de inversión pública).

A.4. LEY ORGÁNICA DEL 30 DE DICIEMBRE DE 1992 (DECRETO LEY N° 26123, VIGENTE A LA FECHA)

A la fecha (2021), el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es considerado una organización autónoma, de derecho público, de duración indefinida y con capital propio, como se encuentra indicado en la Constitución Política del Perú (Artículo N° 84) y en Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú de 1992 (LOBCRP).

El objetivo del BCRP es preservar la estabilidad monetaria (LOBCRP, Artículo N° 2). Sus funciones son regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales.

La autonomía del Banco, en términos de su administración y decisiones de política monetaria está reforzada por un mandato constitucional (Artículo N° 84), por el cual “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”. Dicha prohibición de financiamiento directo del gobierno está también expresada en la LOBCRP (Artículo N° 77).²⁹

El Banco está impedido de imponer coeficientes sectoriales o regionales a la composición de la cartera de los intermediarios financieros. El Banco propicia que las tasas de interés de las operaciones del sistema financiero sean determinadas por la libre competencia.

El BCRP es gobernado por un directorio compuesto de siete directores nombrados por un periodo de cinco años. El Poder Ejecutivo designa cuatro directores, entre ellos el presidente del Banco. El Congreso ratifica a éste y designa a los tres restantes. El directorio se renueva a partir del 28 de julio del año que haya elecciones generales.

El directorio es responsable de formular la política monetaria, además de supervisar y administrar el buen funcionamiento del Banco. En todos los asuntos sometidos a resolución del directorio debe mediar propuesta del gerente general, quien tiene a su cargo la dirección inmediata del funcionamiento del Banco, tanto en el aspecto técnico cuanto administrativo, de lo cual responde ante el directorio.

La unificación y la libre flotación del tipo de cambio es establecida en la prohibición del Banco de establecer regímenes de tipos de cambio múltiple (LOBCRP, Artículo N° 83).

B. ¿FUERON LOS BILLETES FISCALES MONEDA FIDUCIARIA?

Nuestra revisión de fuentes bibliográficas sugiere que el billete fiscal fue un régimen de papel moneda, al menos en términos de unidad de cuenta y medio de pago, mientras que el metálico -expresado en monedas de oro u otro metal precioso, o en billetes bancarios de libre convertibilidad- ejercía la función de depósito de valor, como sucedía en otros lugares del mundo en aquel entonces.

Por un lado la ley del 27 de enero de 1879, además de confirmar la eventual conversión de billetes fiscales en metálico, prohibió la emisión alternativa de billetes bancarios y todo título equivalente pagadero a la vista en tanto circularan billetes fiscales y no se emitiera una ley bancaria (Bardella, 1989, p. 75).

Por otro lado los billetes fiscales fueron usados para cancelar obligaciones con el estado durante (y después de) la reforma monetaria de De Piérola lanzada durante la guerra con Chile. La reforma monetaria de De Piérola (1880) declaró al inca oro (que nunca circuló) como medio legal circulante, pero permitió el pago de impuestos a un cambio de doce soles billete por penique de libra esterlina. Durante la ocupación militar chilena -con los billetes fiscales y billetes “inca” en circulación- se reestableció en parte la circulación metálica dado el dictamen militar chileno de pagar en plata los derechos de aduana y demás impuestos fiscales. Sin embargo, terminada la guerra, los billetes fiscales siguieron siendo usados para el pago parcial de impuestos hasta ser finalmente desmonetizados y convertidos en deuda pública en 1889.

²⁹ Compras de valores emitidos por el Tesoro Público, valuadas a su precio de adquisición, no pueden superar el 5 % del saldo de la base monetaria al cierre del año precedente.

C. PRINCIPALES EVENTOS INTERNACIONALES DURANTE EL SEGUNDO CENTENIO REPUBLICANO

- El patrón oro internacional, que funcionó de manera generalmente ordenada en un contexto de alto crecimiento mundial y baja inflación durante el periodo 1870-1914, fue altamente vulnerado durante el periodo de entreguerras mundiales (1919-1939) en la medida que países líderes restaban prioridad al balance externo de sus economías -sintetizado en la libre convertibilidad de sus monedas en oro- y enfatizaban la recuperación del empleo y la producción, especialmente en países devastados durante la Primera Guerra Mundial (1914-1918). Una mayor preocupación por el balance interno de las economías (léase, reconstrucción económica) desencadenó un periodo de devaluaciones competitivas -pese a la mantención *de jure* del sistema de paridades fijas contra el oro- y aumentos de restricciones al comercio internacional y movimientos de capitales que resultaron en una depresión económica mundial, mientras que Inglaterra y Estados Unidos abandonaban el patrón oro en 1931 y 1933, respectivamente. Hubo también moratoria del servicio de deuda externa de países europeos y latinoamericanos afectados por el colapso financiero de *Wall Street* en 1929, como fue el caso peruano durante el gobierno de Sánchez Cerro (1932).
- La penuria económica mundial se extendió durante la Segunda Guerra Mundial (1939-1945), mientras que el sistema monetario internacional logró un nuevo equilibrio con el establecimiento del sistema cambiario de paridades fijas de *Bretton Woods* en 1944. El nuevo sistema monetario internacional estableció paridades cambiarias fijas frente al dólar americano (que a su vez estaba ligado al oro a una tasa fija de 35 dólares por onza de oro), mientras el Fondo Monetario Internacional (FMI) -con sus préstamos de apoyo a la balanza de pagos- evitaba la introducción de barreras al comercio internacional en el caso de países que enfrentaban déficits de balanza de pagos. Los préstamos de apoyo a la balanza de pagos daban flexibilidad y tiempo a los países para corregir sus desbalances externos, sin sacrificar sus objetivos de inflación y empleo doméstico, además de mantener la paridad cambiaria frente al dólar establecida a la fecha.
- El sistema cambiario de *Bretton Woods* se derrumbó en 1971, cuando Estados Unidos -durante la administración del presidente Nixon- repudió la paridad de 35 dólares por onza de oro en un ambiente de crisis de confianza en el dólar en mercados monetarios internacionales que gatilló la transición a un sistema de tipo de cambio flotante en los países hegemónicos. Durante la década de 1970 hubo, a su vez, fuertes aumentos en el precio mundial del petróleo a raíz del embargo de petróleo de la OPEC contra los Estados Unidos en 1973 y la reducción en la oferta mundial de crudo en el contexto de la revolución iraní (1979) que impactó adversamente la actividad económica y la inflación a nivel mundial, que resultó en una estanflación.³⁰
- La implementación de políticas macroeconómicas expansivas a fin de revivir la economía estadounidense magullada por el *shock* petrolero apoyó una recuperación temporal de la economía americana, pero magnificó el problema inflacionario y debilitó el dólar en mercados monetarios internacionales, situación que duró hasta finales de la década de 1970. En efecto, para ese entonces, un cambio de rumbo en la política monetaria estadounidense, siendo Paul Volcker presidente de la Reserva Federal (1979), resultó en un aumento singular en tasas de interés que frenó la depreciación del dólar, pero dificultó el servicio de la deuda comercial externa latinoamericana y fue semilla de la crisis internacional de la deuda externa.³¹ La crisis estaba caracterizada por i) fuertes aumentos del valor en dólares del servicio de deuda externa latinoamericana (mayormente contratada a tasas de interés reajustables) y ii) singulares devaluaciones del tipo de cambio que magnificaron el costo real de servir dicha deuda por los países deudores. El aumento de tasas de interés redujo drásticamente la inflación a costa de una recesión económica y niveles de desempleo en los países hegemónicos sin precedentes en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial. La recesión económica en los países industrializados desaceleró el comercio mundial

³⁰ Estanflación (en inglés, *stagflation*) es la combinación de estancamiento del producto y alta inflación. Es el resultado de dos factores: i) aumentos en los precios de las materias primas que elevan directamente la inflación y al mismo tiempo deprimen la demanda y la oferta agregada y ii) expectativas de inflación futura que influyen en los salarios y otros precios, a pesar de la recesión y el desempleo creciente.

³¹ La deuda latinoamericana había sido financiada por el “reciclaje” de los excedentes de balanza de pagos de los países exportadores de petróleo depositados en la banca privada internacional.

y redujo la tasa de crecimiento del resto del mundo.³²

- Los finales del siglo XX y las primeras dos décadas del siglo XXI (1990-2021) han sido testigo de una persistente reducción en inflación y tasas de interés internacionales, aunque también han habido importantes crisis de balanza de pagos en economías emergentes que tuvieron impactos mundiales. La reducción en tasas de inflación -apoyada por políticas monetarias conservadoras alrededor del mundo, incluyendo una difundida implementación de sistemas de tipo de cambio flotante y de metas explícitas de inflación en el manejo de la Banca Central- ha estado acompañada por un continuo crecimiento de la economía mundial (excepto en 2009, debido a la crisis financiera global gatillada por la quiebra de *Lehman Brothers*, y en 2020, debido a la crisis sanitaria de COVID-19). Las crisis de balanza de pagos han persistido, sin embargo, como fueron los casos de las crisis mexicana (1994), asiática (1997) y rusa (1998) que gatillaron una recesión y fuertes salidas de capitales y devaluaciones del tipo de cambio de economías emergentes, incluyendo Perú.
- El advenimiento de China como motor del crecimiento mundial durante las dos últimas décadas ha contribuido a un fuerte aumento en ingresos de exportación de materias primas en países como Perú. Con un sistema de flotación cambiaria, el aumento en exportaciones ha estado acompañado con una apreciación del tipo de cambio nominal y real que ha contenido la inflación doméstica e importada.

D. EL IMPUESTO INFLACIÓN

El impuesto inflación -estimado por la inflación promedio, multiplicada por la masa monetaria en soles (ajustada por inflación) como porcentaje del PBI- mide el monto de recursos apropiado por el gobierno, en sentido amplio, a la hora de imprimir moneda fiduciaria.

Dicho impuesto inflación es apropiado por el estado cuando inyecta dinero recién creado (base monetaria) en la economía a cambio de bienes producidos y/o cuando genera inflación. El público, en general, paga dicho impuesto inflación vía: i) un aumento en su demanda nominal de dinero a fin de mantener constante su poder de compra dado el aumento en el nivel de precios y ii) una pérdida del poder adquisitivo de los saldos de dinero en manos del público debido a la inflación generada por el gobierno. La experiencia internacional confirma que el impuesto inflación no puede aumentar infinitamente, pues eventualmente el público ha de reducir su exposición a dicho impuesto a través de una reducción relativa (léase, ajustada por el nivel de precios) en su demanda por dinero.

Estimaciones del impuesto inflación en el caso peruano sugieren una periodización a cuatro etapas de la historia monetaria del segundo centenario de la república (Gráfico 11): i) un extenso periodo de un relativamente bajo, e incluso decreciente, impuesto inflación cubriendo el curso de 1940 a 1974, ii) un periodo de significativo y rápido aumento del impuesto inflación durante 1975-85, iii) un periodo hiperinflacionario cuando el impuesto inflación llega a su cúspide para caer luego caer abruptamente en un contexto de reducción de la demanda de soles de parte del público, y finalmente iv) un periodo más reciente (1990-2019) de “reconstrucción monetaria”, caracterizado por una estabilización del impuesto inflación a los niveles registrados entre 1940-1974, aproximadamente.

³² Hubo también una caída en los términos de intercambio de los países en desarrollo, además de iniciativas proteccionistas en un número de países industrializados que cerraron sus mercados a las exportaciones de países en desarrollo.