

REFORMAS ECONÓMICAS Y GÉNESIS DE LA INFLACIÓN: 1963-1980

César Martinelli • Marco Vega

1. Introducción

El periodo reformista, que comprende las décadas del sesenta y setenta, presenta una extraordinaria transformación de la economía y la sociedad. Hasta la elección de Fernando Belaúnde como presidente de la República, en 1963, la élite tradicional (conocida también como la oligarquía) había mantenido un perdurable control de los activos claves en la economía, incluyendo la propiedad de la tierra, los principales bancos, las industrias y cierta participación en la minería, en la que la inversión extranjera tenía un rol más activo. A través de la influencia en el Ejército y la prensa, y de las restricciones a la participación electoral, la oligarquía conservaba una considerable influencia política. De manera consistente con dicho predominio, el Estado tenía un rol reducido en la economía. Ahora bien, la oligarquía favorecía un manejo prudente de las finanzas públicas.

Luego del fallido primer gobierno de Belaúnde y de un periodo gubernamental que abarcó dos juntas militares, el país que elige nuevamente a Belaúnde como presidente de la república en 1980 es muy diferente. La reforma agraria rompió la estructura social tradicional en el campo. Las nacionalizaciones de la primera junta militar crearon un Estado expansivo, rompiendo la concentración de activos en la élite tradicional, remplazando a la inversión extranjera directa en la minería y el petróleo, y creando monopolios públicos en la distribución de alimentos, los servicios públicos y la pesquería, entre otros rubros. Además, Belaúnde recibe en 1980 una inflación galopante y una deuda externa significativa, que obligó, en poco tiempo, al incumplimiento de su servicio.

Los estudios, y en particular Thorp y Bertram (2013), consideran al Estado peruano antes de 1962 como un parangón de la economía libre o *laissez faire*. En palabras de Lowenthal (1985), el Perú tenía en 1960 una de las burocracias más débiles del hemisferio. En el mismo tenor, el régimen que recibe a Belaúnde en 1980 no está caracterizado por un Estado fuerte, sino más bien por un Estado sobreextendido, con débiles bases fiscales y, como se probaría dolorosamente en las décadas siguientes, con un escaso control territorial. Así, el régimen heredado por Belaúnde

en 1980 es casi un ejemplo del “Leviatán de papel”, del que hablan Acemoglu y Robinson (2019).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) sufre una transformación considerable en el periodo, paralela al cambio del Estado y la sociedad, desde ser una empresa mixta, con presencia de los gremios tradicionalmente oligárquicos en el directorio, y una cierta tradición de independencia, a pasar a ser una empresa pública, con el directorio nombrado enteramente por el Poder Ejecutivo, y una sujeción completa de la política monetaria a los vaivenes de la política fiscal, que preludia la hiperinflación de la década de los ochenta.

En una perspectiva de largo plazo, el periodo reformista y su legado de intervencionismo puede verse como el origen de la mezcla de estancamiento con inflación, la gran estanflación peruana de los ochenta. Desde otra óptica, también de largo plazo, el periodo reformista dejó una herencia de tecnificación del personal del Estado —en el BCRP y en otras instituciones— e incluso de las empresas privadas, dada la ruptura con la élite tradicional. Tuvo también un legado, paradójico dado el carácter autoritario de las juntas militares, de democratización de la sociedad y de eliminación de las restricciones a la participación política.

Como observa también Lowenthal (1985), de manera presciente, “la significativa influencia del personal especializado, economistas, ingenieros, agrónomos, científicos sociales y administradores de todo tipo, se [convirtieron] en una constante en el Perú, tanto en el sector público como en el privado” (p. 435). Es probable que la recuperación del ritmo de crecimiento de la economía peruana, desde los noventa, se deba a la movilidad social y la incorporación de talento a la economía de las décadas anteriores.

En la Tabla 6.1 resumimos los principales eventos económicos y políticos en el periodo como guía para la lectura. El resto del capítulo está organizado como sigue: en la sección 2 discutimos los antecedentes del periodo reformista, incluyendo la urbanización del Perú en las décadas previas, y la presión social por reformas y gasto público. En la sección 3 presentamos tendencias generales durante el periodo, en variables macroeconómicas clave, así como una discusión sobre las transformaciones del BCRP. En la sección 4 discutimos el periodo de reformismo civil durante la administración del presidente Belaúnde de 1963 a 1968, así como la crisis de balanza de pagos y la devaluación de 1967. En la sección 5 analizamos la primera junta militar y su programa de reformas, así como el endeudamiento externo y el retorno de las dificultades de balanza de pagos. En la sección 6 estudiamos la segunda junta militar y su programa de estabilización, así como el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En la sección 7, por último, ofrecemos conclusiones.

Tabla 6.1: Hechos macroeconómicos y políticos salientes: 1960–1980

Años	Economía	Política
1962		Golpe militar
1963		Belaúnde electo presidente
1963-1967	Expansión del gasto público	Pugna de poderes entre el presidente y el Congreso
1967	Crisis de balanza de pagos y devaluación	
1968		Golpe militar del general Velasco
1968-1974	Reforma agraria, nacionalizaciones, expansión del gasto público, endeudamiento externo	
1975	Crisis de balanza de pagos y devaluaciones	Golpe militar palaciego, Junta del general Morales Bermúdez
1978	Acuerdo con el FMI	Asamblea Constituyente
1980		Belaúnde electo presidente

2. El entorno doméstico e internacional

ECONOMÍA Y SOCIEDAD

Al iniciar la década del sesenta, el Perú exhibía un marcado contraste entre el aparente estancamiento del régimen político y de la orientación de la política pública, por un lado, y los profundos cambios sociales y económicos derivados de la migración a las ciudades y la urbanización de la economía.¹

La historia económica republicana se había caracterizado por ciclos de exportación vinculados al auge y caída de los precios internacionales de sus materias primas de exportación. El ciclo más reciente en ese entonces empezó a fines de los cuarenta, con el aumento en las cotizaciones del cobre y la plata. Hacia 1961, las exportaciones de minerales eran alrededor de la mitad de las exportaciones totales, y cinco grandes empresas extranjeras controlaban alrededor del 73% de la producción. Otro sector extractivo, la pesquería, creció espectacularmente desde una contribución insignificante hasta representar un tercio de las exportaciones en 1970.²

Un pequeño grupo de familias, localmente conocidos como la oligarquía, poseía los activos económicos más importantes del país, muchas veces en colaboración con

¹ Este contraste es descrito por Bourricaud (2017), un referente clásico acerca de la sociedad y política del país en la década de los sesenta.

² Estas cifras provienen de Thorp y Bertram (2013), un referente clásico de la historia económica peruana.

los capitales extranjeros. La oligarquía ejercía además una considerable injerencia política, gracias a la concentración de activos y al patrocinio y ascendencia sobre las Fuerzas Armadas. La historia republicana había estado marcada por dictaduras militares o gobiernos civiles “de mano dura”, defensores del orden oligárquico, con intermitentes periodos de Gobiernos de carácter constitucional. Estos últimos estuvieron caracterizados por la participación restringida en la política, y por la amenaza latente de la intervención militar.³

A pesar de la aparente inmovilidad política, el país experimentó importantes cambios: la población urbana pasó del 10% en 1930 al 47% ciento de la población total en 1960.⁴ De acuerdo con los censos nacionales, la población de Lima Metropolitana (obtenida sumando las provincias de Lima y Callao) pasó del 9% en 1940 al 19% de la población total en 1961. El componente más importante del crecimiento de las ciudades fue la migración.⁵ En ese mismo intervalo, la población inmigrante en Lima pasó de 36% a 45%.

De modo paralelo al proceso migratorio, se urbanizó el empleo. De acuerdo con las cuentas nacionales del BCRP, el empleo en la agricultura se redujo de 62,5% en 1940 a 52,8% en 1963; la brecha fue cubierta por incrementos en el empleo en servicios, construcción y comercio. Hubo también un acelerado proceso de industrialización entre 1940 y 1963, de modo que el peso de la agricultura en el producto nacional bruto (PNB) declinó de 32% a 18,1%, mientras que crecieron el de la industria, de 12,5% a 17,6%, y el de los servicios de 29% a 37,2% en el mismo periodo.⁶

Los cambios en la población y el empleo contribuyeron al surgimiento de clases medias urbanas, incluyendo profesionales, empleados bancarios, etc., y de un cinturón de barrios marginales en Lima y otros centros urbanos, ocasionando una mayor demanda de la provisión de salud, educación y obras públicas. Hubo también una demanda más grande de representación política, incluyendo la movilización de las clases medias, la mayor actividad sindical, y episodios de toma de tierras.⁷

En suma, los cambios sociales y demográficos que se produjeron, en las décadas previas, ejercieron una presión política sin precedentes para implementar reformas estructurales al comienzo de la década del sesenta.

³ Ver Bourricaud (2017).

⁴ Naciones Unidas (1969).

⁵ Para un análisis demográfico, ver Seminario (2016).

⁶ Ver Seminario (2016), páginas 132 y 133, tablas I-42 e I-43 (las cifras de la página 133 se refieren a empleo, a pesar de los encabezados de la tabla I-43).

⁷ Ver por ejemplo Bourricaud (2017) y Klarén (2004).

EL SECTOR PÚBLICO

Los estudiosos se refieren a la orientación general de la política pública en el Perú hasta los últimos años del decenio de 1960, como se adelantó, casi como una muestra de la economía de mercado o *laissez-faire*. Thorp y Bertram (2013), por ejemplo, apuntan:

La economía peruana desde 1948 hasta fines de la década de 1960 fue un excelente ejemplo, en Latinoamérica, de aquel sueño de los economistas del desarrollo ortodoxo: un sistema orientado por las exportaciones [...] en el que tanto la entrada de capital foráneo como la repatriación de utilidades eran prácticamente irrestrictas y en el que la intervención y participación estatales eran mínimas (p. 261).

Pedro Pablo Kuczynski (1980) señala, por su lado, que

Un rasgo saltante de la actividad económica en el Perú, al menos hasta fines de los años sesenta, fue el papel tradicionalmente limitado del sector público. La tradición de “laissez-faire” en la economía y política peruana tiene probablemente sus raíces en el grado relativamente alto de concentración de poder y riqueza que fue, en el pasado, una característica evidente del Perú [...] (p. 13).

Kuczynski, asimismo, pone de relieve la escasa capacidad administrativa del Estado peruano: los ingresos fiscales eran obtenidos bajo esquemas fáciles de recaudación, como aranceles de importación, sellos postales y retenciones a las ganancias. Hasta el año 1964, los impuestos eran recaudados y los pagos al Gobierno eran hechos a través de instituciones privadas. Las estadísticas fiscales oficiales se compilaban por la Oficina del Contralor General, entidad que presentaba el balance mensual de los pagos del Gobierno central y de recibos en efectivo. Así, auditar y ejecutar un control sobre las agencias descentralizadas y las empresas públicas se hizo difícil, ya que no existía una contabilidad estandarizada para estos procesos. Más aún, de acuerdo con Kuczynski (1980), el Perú carecía de una tradición de servicio en la administración pública, en la que el talento escaseaba, con la excepción del BCRP al que nos referiremos luego. La contraparte de un Estado poco intervencionista era la ausencia de subsidios a servicios públicos y una provisión privada eficiente en las ciudades de luz, agua, etc.

Si miramos cifras agregadas de gasto público, sin embargo, el Perú no se ve diferente de otros países latinoamericanos. El gasto público como porcentaje del PNB en 1960 era 13,3%, por debajo de Chile (19,7%), pero similar o mayor que Brasil (13,7%), Argentina (11,8%), México (9,8%) y Colombia (8,8%). Estas cifras invitan a hacer una comparación entre la composición del gasto público en el Perú y en

otros países latinoamericanos antes del periodo reformista, la que excede nuestro propósito en este texto.

Otro argumento contra la visión convencional del Perú como una economía de *laissez-faire*, que hemos reseñado, es la presencia de barreras legales y culturales a la participación en la economía de mercado de sectores amplios de la población.⁸ Además, dada la influencia de la oligarquía en las decisiones políticas, judiciales, etc., es difícil imaginar sectores como la banca comercial, donde coexistían bancos extranjeros con algunos de propiedad de familias de la oligarquía, como competitivos. Tal vez es más apropiado pensar en el Perú de entonces, en términos de Olson (1991), como una sociedad donde un grupo de presión bastante compacto tenía un interés comprensivo en la economía, promoviendo políticas favorables al crecimiento, siempre que no amenazaran la concentración de la riqueza.

Una literatura reciente ha enfatizado los efectos de la “capacidad del Estado”, entendida como la habilidad para cobrar impuestos, proveer bienes públicos y hacer respetar la ley y el orden para el desarrollo económico. En términos de esa literatura, el Perú tenía un “Estado débil”. Besley y Persson (2009), en particular, muestran que el surgimiento de la capacidad del Estado puede ser detenida si el grupo en el poder cree que tal capacidad puede ser usada más adelante contra sus intereses. El argumento de Besley y Persson es sugerente respecto de la resistencia de la oligarquía a la reforma tributaria y otros esfuerzos de modernización del Estado durante el periodo reformista.

EL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

El BCRP era de propiedad mixta, hasta 1962, con participación del Estado y de bancos comerciales como accionistas privados. Tres directores eran elegidos por los bancos accionistas, dos por el presidente de la república, y un miembro, cada uno, por la Sociedad Nacional Agraria (SNA), la Sociedad Nacional de Industrias (SNI) y las cámaras de comercio. La SNA, la SNI y las cámaras de comercio eran respectivamente las asociaciones gremiales de los hacendados, los grandes industriales nacionales y los grandes comerciantes.

En 1962 se aprobó una nueva Ley Orgánica del BCRP, la Ley 13958, y bajo ella el Estado pasó a ser el único propietario del capital del Banco, y el Directorio a estar integrado por tres representantes del presidente de la república (de los que necesariamente uno tendría que ser empleado del Banco), y un representante de cada uno de los bancos de fomento (que eran instituciones públicas), los bancos comerciales de Lima, los bancos comerciales regionales, la SNA, la SNI y las cámaras de comercio.

⁸ Las dificultades de los inmigrantes para participar en la economía de mercado en Lima en los mercados de vivienda, transporte, comercio y crédito son descritas por De Soto (1986) y Matos Mar (1985).

La ley le dio facultades de regulador al BCRP, y estableció límites al financiamiento que el BCRP podía otorgar al Estado, seguramente en prevención de abusos por parte del nuevo Poder Ejecutivo, si bien los representantes del sector privado eran aún la mayoría en el Directorio.⁹

En el mundo, en este periodo de posguerra, luego de la dominancia fiscal asociada a la necesidad de financiar a los Gobiernos durante conflictos bélicos, y a la aún importante influencia keynesiana en las políticas públicas, los bancos centrales del mundo todavía no tenían muy claros sus roles. Goodhart (2011) señala que el lapso de 1960-1980 marca una etapa confusa asociada a la búsqueda de un nuevo consenso. La política monetaria está en un estado prematuro, y tardaría unas décadas más para madurar y entender el funcionamiento de instrumentos, canales de transmisión y sus efectos sobre la economía.

Este tiempo también es testigo de un cambio de paradigma en la arquitectura financiera internacional al producirse un quiebre del sistema monetario internacional, entre 1971 y 1973, lo que a su vez tendría un efecto importante para los bancos centrales del mundo y —en particular— para el BCRP.

La Ley Orgánica de 1962 establecía como finalidad del BCRP la preservación de la “estabilidad monetaria”, término que no estaba explícito en la Ley Orgánica de 1933. Además de la estabilidad monetaria, se incluía como objetivo la promoción de las condiciones crediticias y cambiarias que lleven a un “desarrollo ordenado” de la economía. Luego, ambos propósitos estuvieron en el balance del accionar del Banco y de las autoridades del Gobierno. Estas últimas, dada la necesidad de financiar las reformas y el progreso, presionaban por un mayor control del BCRP, mientras que el Directorio del Banco defendía sus fueros, al menos al principio. Entre 1963 y 1968 hubo muchas fricciones entre el Gobierno y el Banco, tanto que se produjo la renuncia de cuatro presidentes de Directorio,¹⁰ motivados por conflictos sobre el financiamiento inflacionario al fisco.

Las pugnas por el control del BCRP hicieron que el Gobierno de Belaúnde, en agosto de 1968, promulgue una nueva Ley Orgánica,¹¹ en la que resalta un cambio fundamental en los objetivos del Banco: “Promover condiciones crediticias y cambiarias que, al asegurar un desarrollo ordenado de la economía nacional, generen una alta tasa de crecimiento de la producción y el ingreso real y un elevado nivel de

⁹ La composición del directorio se extrae de las Memorias Anuales del Banco y de las Actas de sesiones del Directorio.

¹⁰ Los cuatro presidentes renunciando por conflicto con el Ejecutivo son Bellido, Ferreyros, Schwalb y Morales. Vidal renunció después del golpe de Estado de Velasco.

¹¹ Con la expedición del Decreto Supremo 295-688-HC.

empleo". Esta nueva ley fue la que demarcó el conjunto de políticas monetarias, crediticias y cambiarias de los años setenta. Pero ello no fue suficiente.

El Gobierno de Juan Velasco Alvarado, dada de necesidad de acelerar sus reformas radicales, sin ningún tipo de contrapesos políticos, crea en 1970 el Consejo de Política Monetaria¹² (CPM) con el fin de conducir la política monetaria, cambiaria y crediticia (Decreto Ley 18240). Este consejo era presidido por el ministro de Economía, mientras que el presidente del BCRP era solo un miembro más del mismo. En la práctica, en este punto es cuando el BCRP pierde totalmente su autonomía e independencia.

De manera inusual en el Estado, y tal vez por su historia como institución mixta, el BCRP en los sesenta ya era una excepción a la falta de personal calificado en el sector público. La Oficina de Investigación Económica del BCRP estuvo bajo la dirección de Emilio Barreto de 1946 a 1966, quien se graduó de leyes en la Universidad Mayor de San Marcos, con una tesis sobre temas monetarios, y fue miembro de la delegación peruana a Bretton Woods, donde, según las memorias de uno de los participantes, destacó junto con Pedro Beltrán por sus puntos de vista conservadores (Lewis et al., 1990). La Oficina de Investigación Económica introdujo las primeras cuentas nacionales en ese periodo. Gracias al apoyo de la Fundación Ford, en 1962 se iniciaron los denominados cursos de verano del BCRP.

Como recuerda Kuczynski (1980), el curso anual atraía, ya desde entonces, a una veintena de los mejores estudiantes de economía de diferentes universidades del país, seleccionados por la Oficina de Investigación Económica, para tres meses intensos de formación con profesores traídos del extranjero, en ese entonces, según Kuczynski, usualmente uno de Princeton o Harvard y uno de la Universidad Católica de Chile. En los sesenta, participaron como profesores Shane Hunt, Mario Corbo y Guillermo Calvo, entre otros. Una media docena de estudiantes eran seleccionados anualmente para seguir estudios de posgrado, sufragados por el Banco, en los Estados Unidos, México o Chile. Alrededor de veinte de estos estudiantes habían vuelto a fines de los sesenta. El equipo técnico del BCRP proveería al sector público peruano de profesionales con talento e ideas en momentos críticos durante el periodo reformista.

Una contraparte al equipo técnico en los debates de política económica en el periodo reformista la constituyó el Instituto Nacional de Planificación (INP), que inició sus actividades durante la breve junta militar de 1962–1963. El INP contó con el apoyo y la inspiración de la Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe, la Cepal. Como parte de la misión fundadora del INP en el Perú estuvo Pedro Vuskovik, quien fuera entre 1970 y 1972 ministro de Economía del

¹² Véase también el capítulo 10 del presente libro.

Gobierno de Salvador Allende en Chile.¹³ La Cepal, y el INP en el Perú, promovía una visión del desarrollo en América Latina que enfatizaba los problemas estructurales de oferta, por encima del balance fiscal y monetario.

EL ENTORNO INTERNACIONAL

El entorno político internacional estuvo marcado por la Guerra Fría y el balance de poder mundial entre la visión democrática occidental y el sistema socialista imperante en la Unión Soviética, los dos frentes triunfadores de la Segunda Guerra Mundial. En términos de política pública general, las economías desarrolladas, principalmente las de Europa, giraron hacia el Estado benefactor. Los países latinoamericanos estaban en una etapa más temprana de desarrollo, con acentuados problemas sociales, y debilidades políticas e institucionales manifiestas. En este escenario es donde surgen corrientes socialistas y movimientos guerrilleros inspirados en las experiencias revolucionarias de Rusia y China.

El ambiente económico global en este periodo está caracterizado por la aparición del fenómeno conocido como la Gran Inflación. Las políticas monetarias expansivas pos Segunda Guerra Mundial empezaron a generar presiones sobre la inflación hacia la segunda mitad de los sesenta. La atmósfera se tornó más inflacionaria aún con el incremento sorpresivo de precios del petróleo, en 1974, de más del 250%, acompañado luego por otro aumento de 125% en 1979 (Gráfico 6.1). Esto condujo a una agudización de la inflación en Estados Unidos (EE. UU.), así como en otros países industrializados.

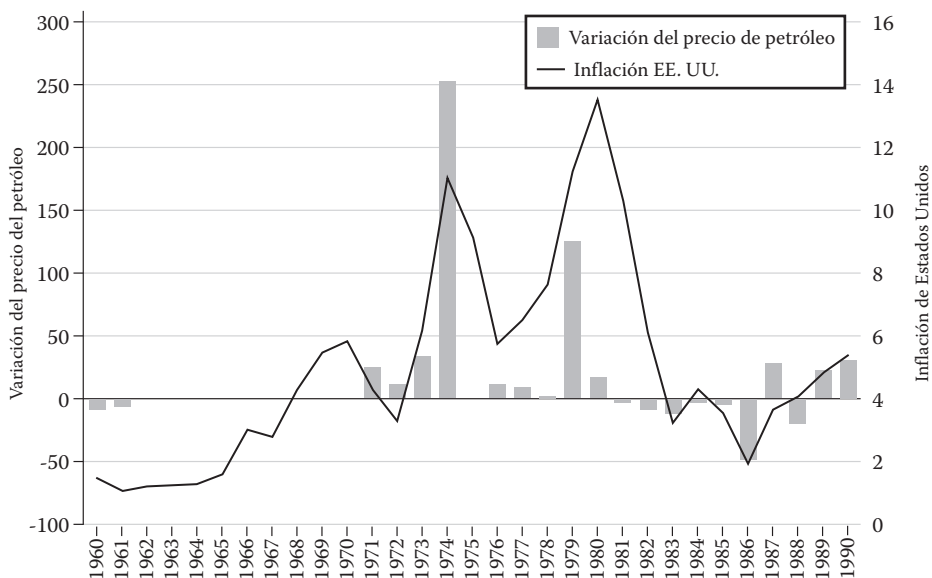
Esta escalada inflacionaria afectó principalmente a los países industrializados, cuya matriz energética era muy dependiente del petróleo. El alza de los costos marginales industriales elevó el precio de los productos que el Perú importaba. Si bien en el Perú el efecto directo del ascenso de la cotización del petróleo fue bajo, el efecto indirecto pudo haber sido bastante más fuerte.

Otro hecho trascendental para los bancos centrales fue que entre 1971 y 1973 se desmantela la arquitectura financiera internacional basada en los acuerdos de Bretton Woods, por la cual los países fijaban sus monedas respecto al dólar americano, y este último tenía la conversión a una onza de oro por el valor fijo de US\$ 35. En agosto de 1971 se produce el llamado “Choque de Nixon”, como se llamó al anuncio del presidente Richard Nixon —un domingo por la noche— para poner fin a la convertibilidad de dólar. A partir de entonces, las negociaciones dentro del Grupo de los 10¹⁴ por

¹³ Como lo recuerda Webb (2013).

¹⁴ También conocido como G-10. Se refiere al grupo de países que acordaron en 1962 proveer de fondos adicionales al FMI. Está compuesto por Bélgica, Canadá, Francia, Italia, Japón, Países Bajos, Alemania, Suecia, Reino Unido y los EE. UU.

Gráfico 6.1: Variación del precio del petróleo e inflación de EE. UU.



Nota: El precio del petróleo es un promedio anual y está expresado en dólares por barril.
Fuente: Precio del crudo de petróleo (*Statistical Review of World Energy*) e inflación de EE. UU. (Banco Mundial).

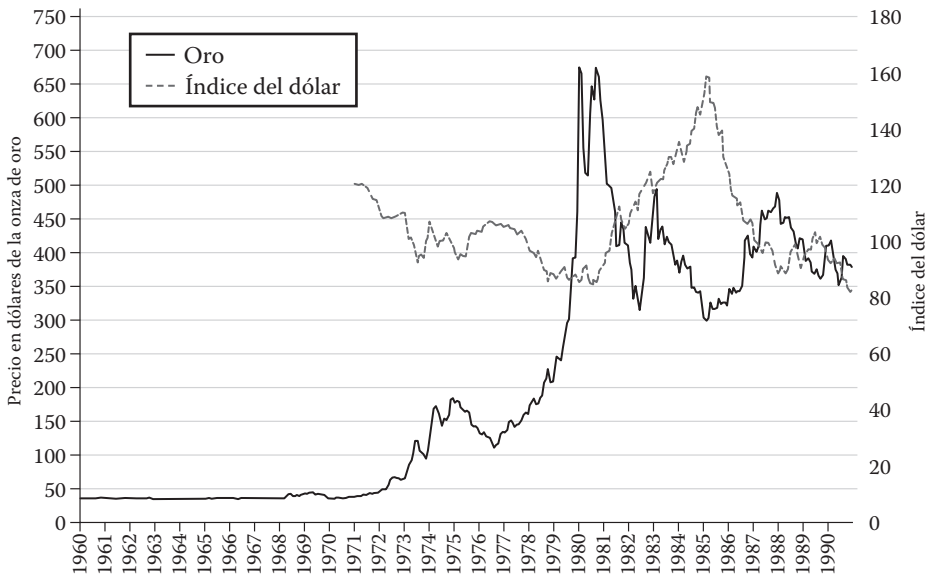
salvar el sistema Bretton Woods no prosperaron y, eventualmente, dichas naciones empezaron a dejar flotar libremente sus monedas, entre sí, en 1973. El quiebre del sistema se produjo por el persistente déficit en la balanza de pagos de EE. UU. vis a vis sus pares industrializados.

La corrección de los desbalances comerciales entre los países de mayor desarrollo industrial requería una devaluación del dólar frente a sus contrapartes. Hecho que se manifestó en la disminución del índice del dólar, como se puede apreciar en el Gráfico 6.2, durante todos los años de la década del setenta, además de que se observa cómo el dólar se devalúa frente al oro a partir de 1971. La devaluación del dólar propició una mayor presión inflacionaria importada, principalmente en aquellos países que mantuvieron fijos sus tipos de cambio, respecto al dólar.

La inflación alta, unida al efecto recesivo del encarecimiento del petróleo, configuró un choque de oferta agregada, frente al cual las autoridades de política enfrentaron, como siempre, el dilema de actuar con prontitud para detener el avance inflacionario, a costa de menor crecimiento de la actividad económica, o esperar o, incluso, proceder acomodaticiamente para que se disipen los factores negativos, y se vuelva al estado preinflacionario. Con el beneficio de ver hacia atrás, podemos decir que la

estrategia de esperar —que fue la primera opción escogida— falló, ya que forjó un aumento de expectativas de inflación que provocó aún más inflación. Las autoridades de los países industrializados finalmente intervinieron, pero muy tarde, lo que se tradujo en una elevación sustancial de la tasa de interés de la Reserva Federal, a partir recién de los años ochenta con Paul Volcker a la cabeza de dicha institución.

Gráfico 6.2: Cotización de la onza de oro en dólares americanos e índice del dólar.



Nota: El índice del dólar representa al promedio ponderado del valor del dólar americano respecto a los países del Grupo de los 10 (G-10). Las ponderaciones se basan en el volumen de comercio bilateral. Una reducción del índice representa una depreciación del dólar.

Fuente: Cotización del oro (Bundesbank) e índice del dólar (Reserva Federal de EE. UU.).

En suma, en este periodo de dos décadas, la Gran Inflación externa se manifestó en Perú, de alguna manera, a través de una mayor inflación importada, que elevó los costos de insumos importados para la industria local. El quiebre del sistema Bretton Woods inauguró la era actual de regímenes de tipo de cambio flotantes en los países desarrollados. Estos regímenes de tipo de cambio flexibles aliviaron los desequilibrios globales, ya que estos esquemas absorben mejor los choques reales de la economía. La opción de permitir flotar el tipo de cambio en el Perú era políticamente muy costosa, y estaba asociada a la experiencia de la devaluación de setiembre de 1967, como veremos más adelante.

3. Tendencias generales del periodo reformista

Una característica crucial de este periodo es la creciente expansión fiscal, acorde con la necesidad de financiar las reformas, y lo que ocasionó un apetito recurrente por crédito del BCRP como fuente de financiamiento de los déficits fiscales. Sin embargo, la experiencia peruana y mundial nos ha enseñado que esta expansión fiscal, con creación incesante de déficit fiscal, nunca es sostenible en términos macroeconómicos. Dos efectos notorios se produjeron por esta situación. Primero, el financiamiento inflacionario del Banco Central producía inflación en exceso, lo que a su vez encarecía los bienes domésticos, en relación con los productos foráneos, causando así una reducción del tipo de cambio real, aún si el tipo de cambio nominal estaba fijo. Segundo, el sobreprecio relativo de los bienes domésticos, sumado a las mayores importaciones asociadas al elevado gasto público, y a las menores exportaciones —desalentadas por la apreciación real de la moneda—, generó déficits recurrentes en la balanza de pagos, con su concomitante escasez de divisas.

Esta situación de desequilibrio es —en principio— inflacionaria, pero también recesiva, puesto que la disminución de divisas implica la reducción forzosa de importaciones, tanto de bienes de consumo como de capital, cruciales para la actividad económica. El Banco Central administraba el control de cambios, lo que significaba que obtenía dólares de los exportadores para luego asignar dichas divisas a los importadores. Cuando el desnivel llega al límite, el Banco Central se queda con muy pocas opciones para aliviar o detener la crisis: obtener un crédito de emergencia del FMI u otro organismo para compensar la balanza de pagos, lograr que el Ejecutivo implemente un programa de ajuste fiscal o devaluar el tipo de cambio nominal. A este conjunto de acciones, no mutuamente excluyentes, se le llama “ajuste” en el presente texto.

En el periodo analizado en este capítulo se destacan dos olas de expansión económica y ajuste. Ambas tienen las mismas características generales: un auge inicial de sustancial crecimiento de la actividad real, pero que arrastró un aumento de importaciones. Durante la expansión inicial subió el crédito interno neto del Banco Central, como manifestación de las crecientes presiones sobre el ente emisor, que tenía independencia solo *de jure* enmarcada en la Ley Orgánica de 1962.¹⁵ En la práctica, existía una dominancia fiscal implícita y después, explícita, que dejaba muchas veces al Banco Central sin espacio para enfrentar dichas influencias. En el extremo, las incongruencias entre lo que el Directorio o los técnicos del BCRP proponían versus la postura del Poder Ejecutivo terminaban en renuncias de presidentes del Banco.

¹⁵ Y posteriormente también en la Ley Orgánica de 1968.

La primera ola de expansión y ajuste calza con el primer gobierno de Belaúnde, al que nos referimos más adelante como reformismo civil. En un poco más de un año, entre el 1 de setiembre de 1967 y 3 de octubre de 1968, se sucedieron cinco ministros de Hacienda: Sandro Mariátegui, Tulio de Andrea, Raúl Ferrero, Francisco Morales Bermúdez y Manuel Ulloa. En el mismo periodo, desfilaron también tres diferentes presidentes del Directorio del BCRP: Fernando Schwalb, José Morales y Carlos Vidal. Esta alta rotación de funcionarios demuestra que la crisis económica también tuvo una manifestación en forma de crisis de política económica. El ministro de Hacienda, Manuel Ulloa,¹⁷ junto al BCRP, presidido por Carlos Vidal, y con Carlos Rodríguez Pastor, como gerente general, fueron los que consolidaron el programa de ajuste que había empezado con la devaluación de setiembre 1967.

La segunda ola de expansión empieza con la primera fase de la dictadura militar, a partir del golpe de Estado del 3 de octubre de 1968: Velasco estuvo en el poder por siete años y fue depuesto por otro golpe militar, que inició la segunda fase de la dictadura. Así, se inicia con Velasco un segundo periodo de reformas, esta vez más radicales y enfocadas en profundos cambios estructurales del aparato económico.

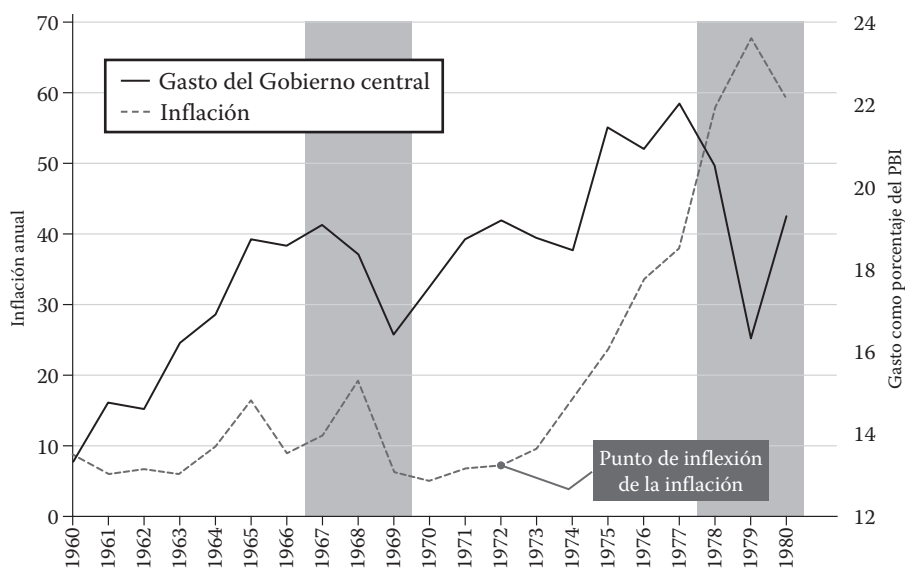
En los años de esta segunda ola de expansión y ajuste se logra una tasa de crecimiento promedio de 5,1% entre 1969 y 1974. No obstante, la estructura del crecimiento económico se volvió incluso más consumidora de divisas por el impulso a la industria, electricidad y construcción, en detrimento relativo de la producción agrícola y minera de exportación, que eran las que generaban divisas. Así, en el mismo periodo de 1969 a 1974, la manufactura creció a una tasa de 5,4% en promedio, el sector electricidad y agua ascendieron en 8,3% y el rubro de construcción lo hizo en 11,6%. En contraste, la actividad agropecuaria solo subió 3,0% en promedio, mientras que la minería e hidrocarburos lo hizo en 2,5%, pero el sector pesca, que había sido un importante generador de divisas en la década previa, cayó en 12,5%. A partir de 1973 empiezan a notarse los primeros signos de desequilibrio interno, al que se sumaba el incierto contexto internacional.

En el Gráfico 6.4, mostramos la evolución del gasto del Gobierno central como porcentaje del producto bruto interno (PBI). Se observa una tendencia general al alza, especialmente en los periodos de expansión antes de los ajustes (áreas sombreadas). La inflación por su parte tiene un punto de inflexión en 1972. Antes de ese año, la tasa de inflación revertía siempre a su media,¹⁸ al compás de los ciclos de expansión y ajuste observados en las tres décadas previas. Es desde 1973 en que empieza un ascenso inflacionario, a partir del 10% alcanzado en dicho periodo, dado que, en los

¹⁷ Ulloa llegó a un acuerdo con el Partido Aprista para obtener apoyo en el Congreso.

¹⁸ La inflación promedio entre 1960 y 1972 fue de 9%.

Gráfico 6.4: Inflación y gasto público en los dos periodos de expansión y ajuste



Nota: El área sombreada representa los periodos de ajuste.

Fuente: BCRP y Oxford Latin American Economic History Database.

años siguientes, cada tasa de inflación sería más alta que la anterior, tendencia que se agudizaría en la década del ochenta.

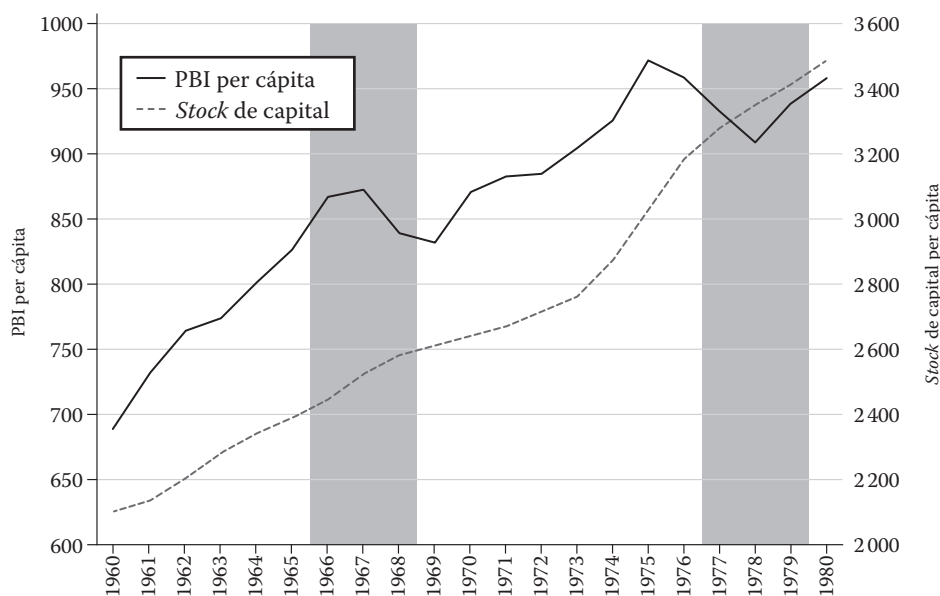
En el Gráfico 6.5 ilustramos también la evolución del acervo de capital per cápita en la economía: hay dos ciclos correspondientes a las pausas en la inversión durante los procesos de ajuste. La serie de inversión refleja el esfuerzo de industrialización, en el entorno de una economía protegida, así como las grandes inversiones en minería del Gobierno militar. Desafortunadamente, los términos de intercambio iniciaron un largo periodo de caída, cuando los proyectos mineros empezaron a rendir fruto.

Existen diversas razones para el estancamiento de la economía a partir de los setenta. La disminución del PBI coincidió con el mencionado deterioro en los términos de intercambio para la economía peruana, ocasionado por el descenso en los precios de las exportaciones mineras. Sin embargo, como mostramos en Martinelli y Vega (2021), también hubo una reducción masiva en la productividad total de los factores, a partir de los setenta. Una hipótesis inmediata de ello es que las reformas radicales de la década de 1970 llevaron a una mala asignación de recursos. En este sentido, el financiamiento del sector público podría haber desplazado al sector privado, y es posible que las decisiones de inversión pública no se hayan basado en consideraciones

de eficiencia. Además, el financiamiento del sector privado se distorsionó debido a que el Gobierno puso límites a las tasas de interés y favoreció a ciertos sectores con su política de crédito selectivo. La naturaleza intermitente de los ciclos fiscales puede haber afectado también la calidad de la inversión pública, que estuvo sujeta a profundos recortes durante los ajustes fiscales. Finalmente, la alta inflación, por sí sola, puede haber tenido consecuencias para la productividad, ya que los recursos reales se desperdiciaron cuando los agentes económicos lidiaron con la volatilidad de los precios y el riesgo cambiario.¹⁹

En Martinelli y Vega (2019), realizamos un ejercicio contrafactual, comparando la evolución de la economía peruana después del periodo de reformas, con un control sintético incluyendo países que, como el Perú, sufrieron por la baja de sus términos de intercambio, a partir de los setenta. El ejercicio provee evidencia de que las reformas contribuyeron a la caída del producto, empeorando una situación externa complicada.

Gráfico 6.5: PBI y *stock* de capital per cápita
(millones de dólares de 1979)



Fuente: Seminario (2016). El *stock* de capital revisado se toma de la Tabla VII-65 y el PBI de la Tabla VII-54.

¹⁹ Fischer y Modigliani (1978) proveen canales posibles sobre cómo la inflación puede afectar variables reales.

La evolución de la composición del Directorio del BCRP durante el periodo reformista, detallada en la Tabla 6.2, es sintomática de los cambios institucionales. Hasta 1962, el BCRP era una empresa de propiedad mixta, con tres representantes de bancos accionistas, dos nombrados por el presidente de la república y tres más, uno cada uno, por la Sociedad Nacional Agraria (SNA), la Sociedad Nacional de Industrias (SNI) y las cámaras de comercio. A través de los bancos accionistas, la SNA y la SNI, el Directorio del BCRP estaba vinculado directamente a la oligarquía. Desde inicios de los cincuenta hasta 1966, el presidente del BCRP fue un representante de la SNA o la SNI.

Antes del golpe militar de ese año, en 1962, el Congreso reestructuró el BCRP como empresa de propiedad pública, con el Estado adquiriendo todo el capital. Desde entonces, los tres representantes de los bancos accionistas fueron remplazados por uno de la banca de fomento (pública), uno de los bancos comerciales de Lima y uno de los bancos comerciales de fuera de Lima, en tanto, el Ejecutivo aumentó a tres directores su representación en el Directorio, con la condición de que uno de los representantes sea un miembro del personal del BCRP.

En 1968, debido probablemente a la fuga de información a los bancos durante el proceso de decisión de la devaluación del año anterior, hubo una nueva reestructuración del BCRP, decidida por el Consejo de Ministros, presidido por Manuel Ulloa, en ejercicio de facultades especiales en medio de la crisis económica de entonces. El gabinete Ulloa reemplazó a los representantes de los bancos por uno de la Sociedad Nacional de Minería y Petróleo (SNMP), uno de la Sociedad Nacional de Pesquería (SNP) y uno de la Confederación General de Trabajadores del Perú (CGTP). Estos cambios, que fueron de corta duración por la interrupción del régimen constitucional, ese mismo año, son interesantes porque ni la SNMP ni la SNP tenían la tradición oligárquica de la SNA y la SNI, y la presencia de un representante sindical en el Directorio hubiera sido impensable unos años antes.

Finalmente, en 1969, mediante decretos ley promulgados por la Junta Militar, esta reorganizó nuevamente el Directorio, fijando el número de miembros en ocho, todos nombrados por el Ministerio de Hacienda y Comercio (luego Economía y Finanzas), “para reforzar la coordinación e independencia entre la política monetaria y cambiaría con la política financiera del Gobierno”. La reestructuración, en realidad, sometió la política monetaria al Ministerio de Hacienda.

La Junta mantuvo la tradición de nombrar al menos un miembro del personal para el Directorio del BCRP, y estableció una membresía cruzada entre el Directorio del BCRP y el del Banco de la Nación, teniendo por lo general a un militar en actividad en ambos directorios. Otros directores del BCRP fueron típicamente economistas, políticos vinculados al régimen o empresarios mineros.

Tabla 6.2: Composición del Directorio del BCRP en el periodo reformista: 1960–1980

Años	Ordenamiento legal	Composición del Directorio
Hasta 1962	Empresa de propiedad mixta	Bancos accionistas: 3 Presidente de la república: 2 Sociedad Nacional Agraria: 1 Sociedad Nacional de Industrias: 1 Cámaras de comercio: 1
1962–1968	Empresa de propiedad pública, Ley Orgánica del BCRP: Ley 13958 (emitida por el Congreso)	Presidente de la república: 3, uno de los cuales era personal del BCRP Banca de fomento: 1 Bancos comerciales de Lima: 1 Bancos comerciales regionales: 1 Sociedad Nacional Agraria: 1 Sociedad Nacional de Industrias: 1 Cámaras de comercio: 1
1968	Empresa de propiedad pública, Ley Orgánica del BCRP: decretos supremos 295-68-HC y 344-68-HC (Ejecutivo autorizado por Ley 17044 del Congreso)	Presidente de la república: 3, uno de los cuales era personal del BCRP Sociedad Nacional de Minería: 1 Sociedad Nacional de Pesquería: 1 Conf. Gral. de Trabajadores del Perú: 1 Sociedad Nacional Agraria: 1 Sociedad Nacional de Industrias: 1 Cámaras de comercio: 1
1969–1980	Empresa de propiedad pública, decretos supremos 295-68-HC y 344-68-HC modificados por decretos ley 17501 y 17764 (Gobierno <i>de facto</i>)	Ministro de Hacienda (luego MEF): 8, de los cuales hubo cada año al menos uno del personal del BCRP, uno del Directorio del Banco de la Nación y uno o dos oficiales militares.

Fuente: Memorias del BCRP.

4. El reformismo civil

EL ESFUERZO DE DESARROLLO Y LA CUESTIÓN FISCAL

Fernando Belaúnde, un político con un programa explícito de reformas, fue elegido presidente constitucional del Perú en 1963 y su administración (1963–1968) inició una reforma de las instituciones públicas financieras, incluyendo la centralización de la gestión financiera del sector público en el recién creado Banco de la Nación. El Gobierno primero se comprometió en incrementar el gasto para el sector construcción (en carreteras, centrales hidroeléctricas, irrigaciones y otras obras públicas) y en invertir en el sector salud y educación.

Las iniciativas de la administración para incrementar los ingresos fiscales, sin embargo, fueron impedidos por el Congreso, institución donde la oposición era

mayoría. El resultado fue una “guerra de desgaste” entre los Poderes del Estado (ver, p. ej. Alesina & Drazen, 1991; Martinelli & Escorza, 2007). Los esfuerzos para atraer financiamiento de largo plazo, con el cual respaldar las finanzas públicas nacionales, pudieron haber sido frustrados por el conflicto con la empresa extranjera International Petroleum Company (IPC). Sin otras alternativas de por medio, por parte del Gobierno, la expansión del gasto público provocó que el Banco Central incrementara el crédito interno.

La política monetaria consistía en la expansión de la hoja de balance del BCRP, tomando en cuenta que el objetivo central de aquella era la estabilidad monetaria, pero a la vez el de promover las condiciones crediticias y cambiarias, que conduzcan al “desarrollo ordenado” de la economía. De esta manera, el BCRP podía modificar los requerimientos de encaje para afectar el crédito de los bancos al sector privado, pero también podía prestar directamente u otorgar garantías crediticias al tesoro, a los bancos de fomento o al Banco de la Nación.

El Banco Central durante este periodo solía ser más cauto, en cuanto a la expansión monetaria, que el Poder Ejecutivo. En los primeros años del régimen de Belaúnde, estas posturas encontradas culminaron con la renuncia del presidente del Banco, Enrique Bellido, quien había ejercido la presidencia desde 1959 hasta diciembre de 1964. La postura de Bellido era conservadora, más preocupada por la estabilidad monetaria.

Una característica resaltante de la Ley Orgánica del BCRP, de ese entonces, era que los directores se renovaban y elegían al presidente del Directorio, de manera asincrónica al ciclo político. Esta condición, hoy en día, sería deseable para un banco central independiente del poder político. Aunque Bellido ya había renunciado en setiembre de 1963, apenas entró el nuevo Gobierno, el Directorio unánimemente lo había apoyado para que continúe en el cargo. Empero, el nuevo Gobierno, con su agenda de reformas sociales y plan de infraestructura social y económica, no estaba en sintonía con el Directorio del BCRP, que era más bien —en su mayoría— conservador y alineado con el modelo de crecimiento de la década previa.²⁰ Así, el nuevo Gobierno, desde el principio, ejerció presión para una eventual salida de Bellido. La posición del Directorio se manifestaba en oficios dirigidos al Ministerio de Hacienda, que se daban a conocer en las sesiones de Directorio del BCRP. Por ejemplo, el 18 de setiembre de 1964, el Acta de Sesión de Directorio 2177, antes de la renuncia de Bellido, da cuenta de un oficio con el siguiente extracto obtenido de Estela (1999):

²⁰ Por ejemplo, el ministro de Hacienda Javier Salazar, en una entrevista a la revista *Caretas*, cuando toca el tema del BCRP dice “personalmente le digo que ese organismo es ineficaz y que no corresponde a la ideología actual” (Salazar, 1963, p. 55).

[...] un desequilibrio presupuestal de la magnitud del que ha sido estimado recientemente por el Gobierno para el ejercicio vigente, de ser financiado en parte apreciable por el Banco Central, excedería el límite de expansión que se considera adecuado para el desarrollo de la economía en el marco de estabilidad monetaria. De otro lado, los efectos inflacionarios de dicha emisión primaria no podrían ser contrarrestados con medidas financieras, por cuanto es sabido que la capacidad de absorción de nuestros mercados de dinero y de capitales es pequeña. Por lo tanto, el déficit tendría que reflejarse a muy breve plazo en nuevas presiones inflacionarias imposible de ser contrarrestadas con la sola utilización de los instrumentos de la autoridad monetaria (p. 541).

El directorio del BCRP estaba ciertamente preocupado por la posibilidad de que el Ejecutivo recurra a nuevas emisiones inorgánicas, las que habían sido utilizadas en 1963 y 1964. Más bien, se argumentaba que el BCRP tendría que apelar a un estricto programa de estabilización, que implicaba afectar el crédito al sector privado para compensar el mayor crédito al sector público. De no hacerlo, se provocaría una aceleración de la presión inflacionaria interna, y un desequilibrio de la balanza de pagos, con la consiguiente depreciación de la moneda. Lo que finalmente motivó la renuncia irrevocable de Bellido fue la aprobación del Directorio por mayoría de un crédito adicional al Gobierno, yendo en contra de las pautas que el mismo Directorio había aprobado con anterioridad.

Posteriormente, el Directorio nombró a Alfredo Ferreyros como su presidente, quien mantuvo la posición conservadora de Bellido y logró aplicar un programa monetario que contuvo la inflación, que había superado el 10% en 1965. Por ejemplo, las operaciones de crédito crecieron a una menor velocidad que en 1964, y en junio de 1965 se elevó la tasa de requerimiento de encaje a los bancos comerciales de 29% a 30%. Asimismo, se incrementaron las tasas de requerimientos marginales dos veces en 1965. Sin embargo, de acuerdo con el FMI, estas medidas solo tuvieron un impacto marginal en el crecimiento del crédito, puesto que había muchas fisuras en el sistema de encajes (IME, 1966).²¹

En febrero de 1966 Ferreyros también renuncia, debido a la aprobación de una ley que mandaba contratar la ejecución del proyecto de la hidroeléctrica del Mantaro, sin licitación internacional. Es posible que la motivación de Ferreyros haya estado influenciada por el financiamiento directo e indirecto del BCRP a la Corporación

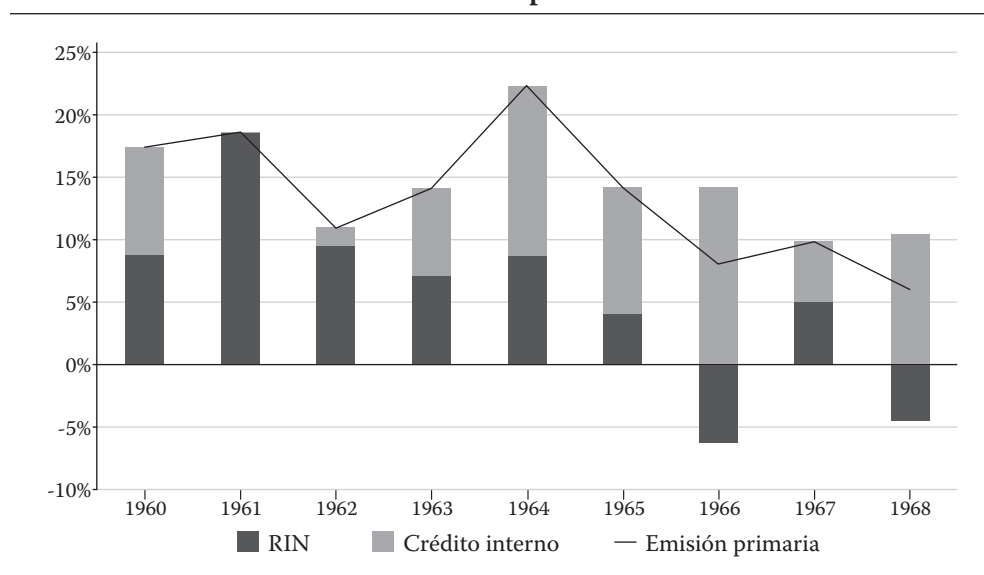
²¹ Por ejemplo, los bancos comerciales cumplían con los requerimientos de encaje cambiando sus tenencias de dólares por oro, el cual era un activo aceptable como encaje. Así, no disminuían necesariamente la velocidad de sus créditos en soles.

Peruana del Santa, que había tenido serios problemas técnicos y entrado en problemas financieros, lo que originó —años atrás— una fuente importante de emisión monetaria no planeada del BCRP.

LA POLÍTICA MONETARIA Y LA CRISIS DE BALANZA DE PAGOS

El Directorio del BCRP, en el mismo febrero de 1966 eligió a Fernando Schwalb López-Aldana, miembro prominente del Ejecutivo, como su presidente. Dicho año fue complicado para la política económica puesto que, si bien el Ejecutivo tenía más control sobre el BCRP, el Congreso mantenía una postura algo hostil contra el Ejecutivo. Evidencia de ello es el presupuesto fiscal para 1966, aprobado por el Congreso, que estaba desequilibrado. En efecto, de acuerdo con la Memoria del BCRP de 1966, el déficit económico de 1966 terminó ascendiendo a 5 600 millones de soles, el cual requirió un financiamiento externo de 2 705 millones de soles, y uno interno de 2 955 millones de soles, y de los cuales 1 505 millones eran créditos del BCRP. Un año antes, en 1965, dicho crédito del BCRP había sido solo de 667 millones (Banco Central de Reserva del Perú [BCRP], 1967).

Gráfico 6.6: Contribución del crecimiento de las reservas internacionales netas (RIN) y del crédito interno neto del BCRP al aumento de la emisión primaria.



Nota: Las reservas internacionales netas, el crédito interno del BCRP y la emisión primaria se calculan a fin de periodo. Las contribuciones se estiman multiplicando la variación de la variable por su peso en la estructura de la emisión primaria.

Fuente: BCRP.

El contexto permitió una disminución en la entrada de capitales de largo plazo, y hasta posiblemente una salida de capitales de corto plazo a gran escala (IMF, 1968). El saldo de la balanza de pagos en 1966 se volvió negativo y representó un -0,5% del PBI. A pesar del efecto contractivo de la pérdida de reservas internacionales, el crecimiento de la emisión monetaria —asociada al incremento del crédito interno del BCRP— más que compensó dicha caída de reservas. Como se observa en el Gráfico 6.6, en 1966 las reservas internacionales netas contribuyeron a una rebaja de la emisión primaria en más de 6%, pero el aporte del alza del crédito interno neto alcanzó un 14%, por lo que la emisión primaria subió en 8% en neto. Esta situación de estrés financiero tenía visos de continuar en 1967, por lo que urgía adoptar un programa serio de estabilización.

Era claro que el origen del problema era fiscal: si no se podía generar más recaudación tributaria o ajustar los gastos, el drenaje de soles del BCRP al tesoro continuaría, lo que generaría los efectos perversos en la inflación y en las cuentas externas, provocando una espiral creciente de desequilibrios. Además, al inicio del año 1967, la situación estaba provocando la salida de capitales y pérdida de confianza por parte de inversionistas. La inversión bruta privada cayó en 6% en 1967, luego de haber crecido 17% y 11% en 1965 y 1966, respectivamente.

Recordemos que, por entonces, el mercado cambiario había sido unificado²² y, en teoría, era flotante, pero el Banco Central intervenía para mantener el tipo de cambio en 26,8 soles por dólar.²³ Es decir, el tipo de cambio era *de jure* flotante, pero *de facto* fijo. En 1966 el BCRP admitía que el sol enfrentaba presiones para que se deprecie, pero también se pensaba que el nivel de S/ 26,8 estaba aún en equilibrio, y que las medidas fiscales y monetarias, que se estaban implementando, eran suficientes para no tener que devaluar la moneda. Sin embargo, en caso de que se mantuvieran las tendencias negativas en la balanza de pagos, el BCRP estaba listo para dejar depreciar el sol (IMF, 1966). Desafortunadamente, la situación se volvió incluso más negativa a lo largo de los primeros meses de 1967.

LA DEVALUACIÓN DE 1967 Y EL ESFUERZO DE ESTABILIZACIÓN

En medio del clima de desconfianza de los inversionistas, se esperaba que eventualmente el BCRP deje de intervenir en el mercado cambiario, configurando así una

²² El capítulo 5 de este volumen describe la reforma del mercado cambiario, producida en mayo de 1960.

²³ Durante el periodo de expansión económica, de la primera mitad de los sesenta, se dieron las condiciones para que haya una tendencia apreciatoria del sol. El Banco utilizó la intervención cambiaria para acumular reservas, que habían quedado en un bajo nivel, luego de la crisis de balanza de pagos de fines de los cincuenta.

típica crisis de balanza de pagos a lo Krugman (1979). Dada la salida de capitales, ello llevaría a una depreciación importante del sol. El evento esperado ocurrió el 1° de setiembre de 1967: el BCRP se retiró temporalmente del mercado de cambios, a fin de permitir que las fuerzas del mercado establecieran un nivel de equilibrio, que desincentivara las operaciones especulativas (BCRP, 1968). Así, el tipo de cambio se situó en S/ 36,64 a fines de setiembre y en S/ 38,9 a fines de octubre.

El paso posterior, tomado el 5 de octubre, fue la restitución del mecanismo de certificados y giros en moneda extranjera,²⁴ que estaban vigente desde 1949, pero que fue reemplazado en mayo de 1960 por un solo mercado libre. El BCRP entró a participar de nuevo en el mercado de certificados, y el tipo de cambio se había elevado hasta S/ 38,7 (depreciación de 44,2%) respecto a la cotización de S/ 26,82 vigente hasta agosto. Es decir, las autoridades dejaron flotar el tipo de cambio durante setiembre, y posteriormente, en octubre, empezaron a intervenir de nuevo en el mercado de certificados reactivado para sostener el nuevo valor del tipo de cambio.

La tasa de inflación promedio mensual desde 1963 hasta agosto de 1967 fue de 0,8%. La inflación mensual de setiembre de 1967, en cambio, se elevó hasta 6,4% y estuvo asociada, principalmente, a la gran devaluación cambiaria de 36,6%, observada hasta fines de ese mes. A su vez, la posición de política monetaria, medida como el incremento de la emisión primaria y del crédito interno neto, ya había entrado a una fase de moderación. Por tanto, el empuje principal del aumento posterior de precios tendría que haber provenido de la propagación temporal de la megadevaluación de setiembre hacia bienes no transables.

La Tabla 6.3 muestra el coeficiente entre variaciones acumuladas de precios y de tipo de cambio, como una aproximación muy plausible del coeficiente de traspaso del tipo de cambio. Esto es así debido a que —en ausencia de una creciente emisión monetaria observada y esperada en el futuro— la única fuerza inflacionaria remanente era la propagación del choque devaluatorio en los distintos precios de la economía. El traspaso, luego de un año de la devaluación, se elevó solo hasta un 40%. Si bien este coeficiente es más grande que los valores que se observan hoy, que oscilan entre 10% y 30%, se comprueba que este traspaso no llegó a ser completo.²⁵

Desde un punto de vista histórico, la devaluación mensual de 36,6% de setiembre 1967 constituye la tasa mensual más grande observada hasta ese momento, inclusive más elevada que en la Gran Depresión, cuando se produjo una devaluación de 13% y

²⁴ En el mercado de certificados se comerciaría el 90% de transacciones, mientras que el de giros se utilizaría para operaciones marginales como turismo o remesas a estudiantes.

²⁵ Una posible explicación del traspaso incompleto a los precios es la existencia de rigideces de algunos de ellos para los bienes no transables. Es decir, aún no se había pasado a un entorno de alta inflación, el cual eventualmente conlleva a una mayor flexibilización de precios nominales.

29% en mayo y junio de 1932, respectivamente, a causa de la declaración de “inconversión de sol”.²⁶ Es importante notar que, dada la magnitud de la devaluación, la inflación mensual solo se afectó de manera transitoria, y el ritmo inflacionario tendió a revertirse hacia su posición predevaluatoria. Es decir, a pesar del sesgo expansivo que imprimía el Ejecutivo,²⁷ el BCRP aún tuvo autonomía relativa para poder emprender una política monetaria antiinflacionaria.

Tabla 6.3: Inflación y devaluación posterior al ajuste cambiario de setiembre 1967

	Inflación	Devaluación	Inflación acumulada (A)	Devaluación acumulada (B)	Traspaso del tipo de cambio a los precios (A/B)
Ene-63	0,8	-			
Ago-67					
Set-67	6,4	36,6	6,4	36,6	0,18
Oct-67	2,5	6,4	9,0	43,1	0,21
Nov-67	0,9	3,2	9,9	46,3	0,21
Dic-67	3,3	-1,4	13,2	44,9	0,29
Ene-68	1,5	-0,9	14,8	44,0	0,34
Feb-68	0,6	8,8	15,4	52,8	0,29
Mar-68	1,1	-2,8	16,5	50,0	0,33
Abr-68	0,7	-0,6	17,2	49,4	0,35
May-68	0,8	3,7	18,0	53,1	0,34
Jun-68	2,6	8,3	20,6	61,5	0,33
Jul-68	1,3	-4,9	21,9	56,6	0,39
Ago-68	0,6	-1,2	22,5	55,4	0,41
Set-68	-0,4	0,7	22,1	56,1	0,39
Oct-68	0,2	1,5	22,2	57,5	0,39

Nota: Las tasas de inflación son mensuales o promedios en el caso de rangos de meses. La devaluación es el incremento porcentual en el tipo de cambio.

Fuente: BCRP.

²⁶ Ver el detalle de este episodio en el capítulo 3 de este libro.

²⁷ Kuczynski (1980) ofrece una mirada esclarecedora desde el interior de la administración Belaúnde. Según este autor, algunos funcionarios percibían la inflación como un efecto colateral inevitable del desarrollo, y no necesariamente como algo malo o dañino. Esta idea se corresponde con la visión “estructuralista” latinoamericana de la época. En ese sentido, Baer (1967), por ejemplo, predijo erradamente que una “inflación galopante” no se produciría en la región.

La devaluación tuvo un alto costo político para el Gobierno y tanto el ministro de Hacienda, Sandro Mariátegui, como el presidente del BCRP presentaron sus cartas de renuncia. Mariátegui fue reemplazado por Tulio de Andrea, mientras que el Directorio del BCRP decidió renovar la confianza a Fernando Schwalb. Las coordinaciones entre el BCRP y el Ministerio de Hacienda mejoraron para lograr un “auténtico equilibrio fiscal” y evitar el financiamiento inflacionario en la elaboración del presupuesto nacional para 1968, que debía tener la aprobación del Congreso.

Lamentablemente, el Congreso rechazó el presupuesto del Ejecutivo, lo que motivó la renuncia del ministro de Hacienda y también del presidente del BCRP, que fueron reemplazados por Raúl Ferrero y José Morales, respectivamente. Los problemas fiscales y de balanza de pagos persistían y, además, la incertidumbre financiera era elevada: dado que el presupuesto seguía desequilibrado, era urgente tomar medidas de ajuste. A fines de marzo de 1968, el general Francisco Morales Bermúdez se había hecho cargo del Ministerio de Hacienda. Así, en mayo de ese año, el pleno del Directorio del BCRP se reunió con el presidente de la república, pero al parecer los resultados no fueron auspiciosos, puesto que los directores, así como el presidente Morales, renunciaron todos a la vez. A fines del mismo mes también dimite Morales Bermúdez a seguir dirigiendo al Ministerio de Hacienda. En conclusión, el Gobierno de Belaúnde había entrado en una etapa de crisis política y económica muy profunda y, al parecer, sin salida.

La situación cambió de pronto hacia mediados de 1968. Manuel Ulloa es nombrado ministro de Hacienda, el primero de junio de 1968, y logra convencer al APRA de la necesidad imperiosa de un paquete tributario para evitar una crisis política con consecuencias inciertas (Parodi, 2012). Ello hizo posible que el Congreso otorgue al Gobierno central facultades extraordinarias para legislar en materia tributaria, por lo que el Ministerio de Hacienda se embarcó en una reforma tributaria con miras a equilibrar el presupuesto. A la par, el BCRP iba a reducir los requerimientos de encaje, al momento de activar el paquete fiscal, a fin de reactivar el crédito y la economía. En estas circunstancias, cuando por fin se veía una luz al final del túnel, se produce el golpe militar de Velasco Alvarado.

5. El reformismo militar

EL QUIEBRE ESTRUCTURAL DE LA ECONOMÍA PERUANA

El general Juan Velasco derrocó al Gobierno de Belaúnde el 3 de octubre de 1968 e inició el Gobierno Revolucionario de las Fuerzas Armadas (1968–1975), que emprendió profundas reformas estructurales e institucionales, que iban más allá de la redistribución de la tierra y la propiedad (Ley de Reforma Agraria). El rol del sector

público, en la economía, se expandió vía la nacionalización de empresas privadas, entre las que estuvieron las petroleras, pesqueras, mineras, procesadoras de alimentos y manufactureras. En este plan también se incluyeron incentivos a los inversionistas locales para sustituir las importaciones y promover la industrialización, además de la aplicación de férreos controles a la importación. El objetivo teórico de estas medidas era expandir el desarrollo económico y social para alcanzar justicia social. De hecho, el Gobierno militar se autodenominó a sí mismo como una “democracia social con plena participación”.²⁸ Aunque posiblemente bien intencionadas, las distorsiones económicas, derivadas por la excesiva intervención,²⁹ ayudarían a explicar la notable caída de la productividad de la economía en los años siguientes.

El diagnóstico de los problemas de Perú y el programa de cambios adoptados por la Junta Militar se inspiraron en el nacionalismo militar y en el estructuralismo tradicional latinoamericano, que prescribía la reforma agraria y la promoción de la industria como medios para eliminar las barreras internas “estructurales” al crecimiento. También se basó en la “teoría de la dependencia”, una rama que reinterpretó el pensamiento marxista, y en boga en América Latina, en la década de 1960, que enfatizaba los efectos nocivos de la propiedad extranjera de activos en las decisiones de asignación de recursos.³⁰ En ese momento existía un espíritu intervencionista general entre los economistas y funcionarios involucrados en las políticas del desarrollo, que estaban influidos por la corriente latinoamericana estructuralista, proveniente de la CEPAL de entonces.

Como se menciona en la sección 2, se crea el INP en 1962, que tuvo moderada influencia en el Gobierno de Belaúnde. En los sesenta, el INP impulsó la agenda de la planificación para el desarrollo industrial, sobre la base de cambios estructurales, mientras que el BCRP se centraba en la política de corto plazo, cuya acción programática estaba en línea con el FMI.³¹ En el nuevo régimen, en cambio, el INP es el que toma preponderancia y control, en detrimento del BCRP. Este instituto se convirtió en una importante agencia gubernamental, a partir de 1969, adquiriendo autoridad presupuestaria, redactando directivas para las empresas públicas en expansión, y produciendo un plan de desarrollo nacional de cinco años con metas de producción

²⁸ Las contribuciones de McClintock y Lowenthal (1985) suministran una mirada comprensiva del régimen militar.

²⁹ Documentado por Schydrowsky y Wicht (1979) y otros.

³⁰ Ver por ejemplo Thorp y Bertram (2013, pp. 10–13).

³¹ La planificación del desarrollo era parte de la agenda pública, de modo que el mismo Banco Central colaboró en el Plan Nacional de Desarrollo Económico y Social 1962-1971 (BCRP, 1962), aunque nunca fue aplicado, y posteriormente criticado por el propio Gobierno de Velasco, calificándolo como un mero listado de planes de inversión.

detalladas.³² El INP perdió influencia a partir de 1975, cuando la gestión de la crisis recurrente de la balanza de pagos ocupó un lugar central en la política económica de la “segunda fase”.

El régimen económico adoptado por los militares fue descrito por un economista, observador y amigo del régimen, como “capitalismo de Estado”. En sus palabras,

Históricamente, el proceso de transformación de una economía regida por las exportaciones y basada en los recursos naturales, en otra basada en industria que provea al mercado nacional doméstico requiere una amplia reestructuración del capital, incluyendo un cambio no solo en el patrón de producción (equilibrio sectorial, utilización de insumos, etc.) sino también en la propiedad de los activos por un lado y en la relación entre capital y trabajo por el otro.

[...]

Dentro de este contexto, denominamos “capitalismo de Estado” cuando este toma la responsabilidad de organizar la producción y acumulación en el sector moderno de la economía y la propiedad pública reemplaza a la privada en áreas clave (Fitzgerald, 1985, p. 91).

Hemos resumido las reformas y su persistencia después del régimen de Velasco en la Tabla 6.4. En junio de 1969 se anunció una reforma agraria radical, cuyo objetivo era transferir la mayor parte de la tierra cultivable, principalmente, a cooperativas y otras entidades colectivas bajo la tutela del Estado. Las transferencias de tierras continuaron durante la llamada “segunda fase de la Revolución Peruana”, la junta militar sucesora en 1976-1980. Para 1980, el 42% de la tierra cultivable había sido reasignada a entidades colectivas y a campesinos.³³ Una base de datos construida en Espinoza et al. (2020) muestra que la mayor parte de las expropiaciones ocurrieron en el periodo 1969-1980, y que hasta el 68% de la tierra transferida era privada y estaba en uso. Paralelamente, se crearon empresas de propiedad estatal con derechos de monopolio legal sobre el comercio de arroz y otros alimentos básicos, así como de insumos agrícolas.

La reprivatización de la tierra, mediante el desmantelamiento de las empresas asociativas, comenzó con el regreso de la administración civil al Gobierno, en 1980. Las empresas estatales en el comercio de alimentos, por su lado, se privatizaron a principios de la década de 1990, después de la abolición de los monopolios estatales.

³² Ver Cleaves y Pease (1985).

³³ Ver Hunefeldt (1997).

Tabla 6.4: Principales reformas económicas de la junta militar revolucionaria: 1968–1975

Año inicio	Reforma	Políticas	Persistencia
1969	Reforma Agraria	Un 42% de tierra cultivable reasignada a cooperativas campesinas; monopolios públicos de distribución de varios alimentos.	Privatización de la tierra en los años ochenta; empresas públicas privatizadas en los noventa.
1969	Planificación Económica	Instituto Nacional de Planificación adquiere autoridad presupuestaria y establece prioridades sectoriales.	INP influyente hasta 1975; disuelto en 1992.
1969	Comercio Internacional	Prohibición de importación de bienes similares a nacionales; subsidios a la exportación.	Reversión fallida a principios de los ochenta; liberalización en los años noventa.
1970	Reforma Industrial	Participación de trabajadores en la gestión, y creación del sector de propiedad social.	Reducción de participación en 1977; sector de propiedad social nunca despegó.
1970s	Banca	Nacionalización de bancos extranjeros y algunos nacionales.	Privatizaciones en los noventa.
1969	Petróleo, minería, acero	Nacionalización de empresas extranjeras, creación de empresas públicas: Petroperú, Mineroperú, Centromin, Hierroperú, Siderperú.	Privatizaciones parciales en los noventa.
1969, 1972	Telecom, electricidad, agua	Nacionalización de varias empresas; creación de EntelPerú, ElectroPerú, Sedapal.	Privatización de Telecom y electricidad; empresas de agua descentralizadas en los noventa.
1974	Pesca	Nacionalización del sector y creación de Pescaperú.	Privatizaciones en los años noventa.
1970, 1974	Prensa y TV	Nacionalización de periódicos y canales de TV.	Devolución a propietarios en los ochenta.

Fuente: Martinelli y Vega (2019).

Los aranceles promedio para el comercio exterior, al igual que en otros países latinoamericanos, ya eran altos, inclusive antes de que los militares tomaran el mando. Empero, los militares introdujeron en 1969 una lista de importaciones prohibidas, las que estaban señaladas en el Registro Nacional de Fabricación. Es más, cualquier productor industrial nacional podía pedir la prohibición de las importaciones de bienes que fueran sus competidores. Así, una compleja red de derechos de importación y subvenciones a la exportación resultó de dichas intervenciones discrecionales. Además, se concedió a las empresas estatales el estatus de monopolio sobre las

importaciones de alimentos básicos.³⁴ Si bien hubo un intento fallido de liberalizar el comercio, durante la administración civil de 1980-1985,³⁵ recién ocurrió en serio en la década de 1990.

La reforma industrial decretada en 1969 alteró las relaciones entre los trabajadores y la gestión en la industria, introduciendo la participación del personal en la gerencia y las ganancias de las empresas, a través de la figura legal de las denominadas “comunidades industriales”. Además, se suponía que un sector industrial de propiedad social iba a ser creado y promovido, el que estaría compuesto por empresas de propiedad colectiva. Las comunidades industriales, que tuvieron un efecto paralizador en el sector privado, fueron desactivadas a fines de la década de 1970,³⁶ y el sector de la propiedad social, uno de los elementos más utópicos de las reformas militares, nunca terminó de despegar.³⁷

A partir de 1969, los militares implementaron una ola de nacionalizaciones, incluida la toma de control de la mayor parte del sector bancario, la nacionalización de importantes intereses petroleros y mineros extranjeros, así como de los servicios de telecomunicaciones, electricidad y agua, dado que todos ellos eran considerados rubros estratégicos por los militares. En este sentido, en cada sector se introdujeron grandes empresas de propiedad estatal. Luego, un mal año por el fenómeno El Niño y la sobrepesca llevaron a una crisis en la industria pesquera en 1973, pero la respuesta de la Junta Militar fue nacionalizarla y crear una empresa estatal con estatus de monopolio legal. Después, se ordenó la expropiación de algunos canales de televisión y periódicos, en 1970, y la de todos los medios de comunicación restantes, en 1974, que, según los registros históricos, probablemente fue motivada por el deseo de reprimir las opiniones discrepantes con el régimen; hecho que se revirtió tan pronto como se devolvió el poder a los civiles en 1980.

Las empresas estatales creadas por la Junta Militar en los sectores llamados “estratégicos”, al igual que la amplia intervención estatal en el comercio exterior, iban a ser un legado duradero. Una de las empresas emblemáticas de esta etapa es Petroperú, fundada en 1969. La inversión pública para impulsar las actividades de Petroperú

³⁴ Ver Torres (1982).

³⁵ Según cuenta Noguez (1986), la liberalización del comercio, en la década de 1980, se intentó en una economía plagada de distorsiones y por un Gobierno muy poco comprometido con la idea.

³⁶ Abusada (1977).

³⁷ La reforma de la educación emprendida por los militares en 1972 también tuvo un importante elemento utópico: tenía la intención de crear un “nuevo hombre” y promover la “concientización” (Salazar, 1975). Un aspecto positivo es que también intentó revalorizar las lenguas indígenas peruanas y utilizarlas en la educación pública. La reforma de la educación fue resistida por maestros y padres de familia, y fue retirada en 1982.

fue tal que el valor nominal de sus activos fijos se multiplicó por más de 12 veces entre 1971 y 1975 (Petroperú, 1973, 1977), mientras que, en el mismo periodo, los precios domésticos se multiplicaron por 1,5. La Memoria Anual de Petroperú de 1972 constata las grandes expectativas puestas en el potencial petrolero peruano.³⁸ Velasco, animado incluso por los descubrimientos de petróleo en la selva, pensó que el Perú pronto formaría parte de la recientemente creada Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), y en pleno periodo de aumentos de la cotización mundial del petróleo, determinó la reducción del precio de la gasolina de 84 octanos de 10 a 9 soles, lo que empeoró luego la situación de caja de la empresa (Sardón, 1995).

Además de los grandes proyectos de inversión pública, otra fuente de egreso fiscal fue la carrera armamentista seguida entre los Gobiernos militares de Perú y Chile puesto que, durante los sesenta, ambos países tenían un gasto militar promedio de 3% del PBI; que en el periodo 1970-75 se elevó a 4% en el Perú y a 6% en Chile; en el segundo quinquenio de los setenta la tendencia se acentuó, llegando a 5,6% en Perú y a 6,5% en Chile.³⁹ Como comparación, en los tiempos actuales, lo que se emplea en este gasto es un poco menor al 2% del PBI en ambos países.

EL BCRP Y LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE EL REFORMISMO MILITAR

Apenas empezó el Gobierno militar, en octubre de 1968, el Directorio del Banco eligió de presidente al general de división (en retiro) Alfredo Rodríguez Martínez, quien había sido nombrado director del banco ese mismo mes. Es posible que la elección de un exmilitar como presidente del Banco haya tenido la intención de tender puentes con el nuevo Gobierno castrense.

Uno de los primeros actos administrativos del Gobierno militar respecto al BCRP fue la creación, en febrero de 1969, de una comisión investigadora, conformada por miembros castrenses para determinar supuestas responsabilidades de funcionarios por la entrega de divisas a la International Petroleum Company, entidad que había sido expropiada por dicho régimen tras el golpe a Belaúnde.

En marzo del 1969 se declara la reorganización del BCRP por Decreto Ley 17501. Se dispuso además la cesación total del Directorio para conformar uno nuevo, esta vez compuesto por seis miembros y nombrados enteramente por el Poder Ejecutivo;

³⁸ “Así se inició una corriente de esperanza expectativa que ha continuado, sin declinar, debido a los logros de nuestros programas exploratorios en la Amazonía a lo largo de todo el año 1972” (Petroperú, 1972, p. 2).

³⁹ Datos obtenidos de SIPRI (*Stockholm International Peace Research Institute*, 2021).

también se designó presidente del Directorio del BCRP al doctor Emilio Barreto.⁴⁰ En el periodo de octubre 1968 a marzo 1969 abandonaron el Banco varios técnicos de alto nivel de la era belaundista, de manera que el Gobierno tomó control directo del BCRP.

La actuación de Emilio Barreto en este periodo es enigmática. Por un lado, Barreto había sido funcionario del BCRP, desde 1946, era un discípulo de Pedro Beltrán y con puntos de vista “conservadores” (Lewis et al., 1990) en materia de política monetaria. Esto quiere decir que, ideológicamente, Barreto debía haber estado en las antípodas del velasquismo.⁴¹ Como sugiere Webb (2009), su gestión quizás haya sido visto por algunos como una estrategia de Barreto para contener el copamiento del BCRP y evitar un descalabro institucional. Dado el poder autoritario que tenía el Gobierno castrense, en todo ámbito, es poco lo que podía hacer Barreto ante la total dominancia respecto al régimen y la política general del Gobierno.

El punto que coronó la pérdida de independencia y autonomía del BCRP respecto a la política monetaria fue la creación del Consejo de Política Monetaria (CPM) en abril de 1970 mediante el Decreto Ley 18240. Este consejo tenía mayor autoridad que el Directorio del BCRP y estaba presidido por el ministro de Economía y Finanzas, quien se convirtió *de facto* en la autoridad encargada de determinar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país. El Consejo incluía también al presidente del BCRP, al presidente del Banco de la Nación y a la Superintendencia de Banca y Seguros.⁴²

A partir de entonces, el BCRP pasó a ser un organismo descentralizado del Ministerio de Economía y Finanzas, con las funciones de emisión y regulación monetaria. “Ello significó la neutralización, por lo menos parcial y por algunos años, del Banco Central en la formulación de la política de corto plazo” (Jarowski, 1977, p. 157). Entonces, el CPM podía determinar el ritmo de expansión monetaria, asociada primordialmente a las necesidades crediticias del sector público, mas no necesariamente en función a la estabilidad monetaria. El BCRP se convirtió en un brazo operativo del Ejecutivo, similar al Banco de la Nación y los bancos de fomento.

La política monetaria de este periodo reformista tuvo como objetivo principal no solo el crecimiento del crédito bancario, sino también “la democratización y el

⁴⁰ Resolución Suprema 103-69-HC/DA.

⁴¹ Hay que notar que Emilio Barreto nació en 1909 y Juan Velasco lo hizo en 1910. Ambos estudiaron en el mismo colegio en Piura (el actual colegio Ignacio Sánchez), por lo que es plausible que hayan tenido bastante amistad.

⁴² El artículo segundo del decreto ley señalaba que son miembros del Consejo de Política Monetaria: 1) El ministro de Economía y Finanzas (MEF), quien lo presidía, 2) el director superior del MEF, 3) el presidente del Directorio del BCRP, 4) el presidente del Directorio del Banco de la Nación, 5) el director general de asuntos económicos del MEF y 6) el superintendente de Banca y Seguros.

abaratamiento del crédito” (BCRP, 1974). Un elemento particular del diseño de política monetaria en esta etapa es que contiene medidas cuantitativas sobre el volumen de liquidez, pero también medidas selectivas o sectoriales para asignar el crédito bancario “de acuerdo con los lineamientos generales del plan económico anual del Gobierno” (BCRP, 1970). Los tres principales instrumentos de política monetaria para lograr estos objetivos fueron los requerimientos de encaje, la modificación del portafolio de los bancos, y las tasas de interés junto con el mecanismo de redescuentos.

Hasta el 23 de abril de 1969 los requerimientos de encaje eran usados para controlar la liquidez de los bancos y, por tanto, su capacidad de préstamo, pero a partir de esa fecha, las disposiciones sobre encajes básicos, adicionales y marginales son usadas activamente como instrumentos para asignar crédito selectivo. Esto implicó crear requerimientos diferenciados por tipos de entidades financieras: bancos comerciales, bancos de fomento, asociaciones de ahorro y financieras, así como también por categorías geográficas e, inclusive, por tipos de depósito. El sistema era tan complejo que los bancos incumplían las directivas de encaje y, repetidamente, incurrían en multas por cálculos erróneos de los montos a encajar. Entonces, por la política de encajes, durante el periodo 1969-1975, la posición era abiertamente expansiva, habiendo no solo reducido los encajes, sino también diferenciándola para abaratar el crédito en actividades y regiones definidas por la política general del Gobierno.

Ciertamente, la innovación más disruptiva en materia de política monetaria de este tiempo fue la posibilidad de modificar los portafolios de los bancos que, con raras excepciones, habían sido todas empresas expropiadas. En abril de 1969 se introducen “técnicas de crédito selectivo” para orientar los préstamos de los bancos hacia actividades productivas, que el Gobierno quería impulsar en función de las prioridades señaladas en los planes del Gobierno. Esta política se determinaba a través de la fijación de coeficientes de cartera a los bancos comerciales, una metodología que ya estaba bien difundida en otros países latinoamericanos como México, Brasil o Argentina, reflejo de su más temprano proceso de industrialización.⁴³

En el caso peruano, con casi la totalidad de la banca en manos del Gobierno, dicho sistema consistía en establecer metas sobre la composición del portafolio de los bancos. De esta forma, cualquier incremento de pasivos bancarios sobre el nivel del primero de mayo de 1969 tenía que ser distribuido, de acuerdo con los coeficientes contemplados en la Tabla 6.5. La idea era reorientar más el crédito bancario a sectores como la

⁴³ Estudiosos de la historia de la banca central señalan que el rol de las entidades emisoras, en la asignación de crédito sectorial, fue muy difundido después de la Segunda Guerra Mundial y hasta fines de los setenta. Así, el cometido de los bancos centrales en países de ingresos medios o bajos era el de ser agentes de desarrollo (Bloomfield, 1957; Brimmer, 1971; Epstein, 2007). En el caso de Perú, es recién con la dictadura de Velasco donde este rol se asume de forma más evidente.

industria y la agricultura, y desalentarlo para otros rubros, como el comercio exterior que, dada la naturaleza de crecimiento del Perú, había sido siempre el prioritario.

Tabla 6.5: Coeficientes de cartera de créditos sectorial de la banca del programa de crédito selectivo

Sector	Coeficiente	Detalle
Agricultura	No menos del 10%	No menos del 5% para actividades agrícolas que hacen sustitución de importaciones.
Pesca	No menos del 5%	No menos del 4% para financiar la expansión de capacidad pesquera.
Industria	No menos de 40%	De los cuales, el 35% debe ser para financiar industrias que sustituyan importaciones, y 5% para financiar industrias exportadoras.
Construcción de viviendas de bajo costo	No menos que el 3%	
Otros sectores	No más del 40%	

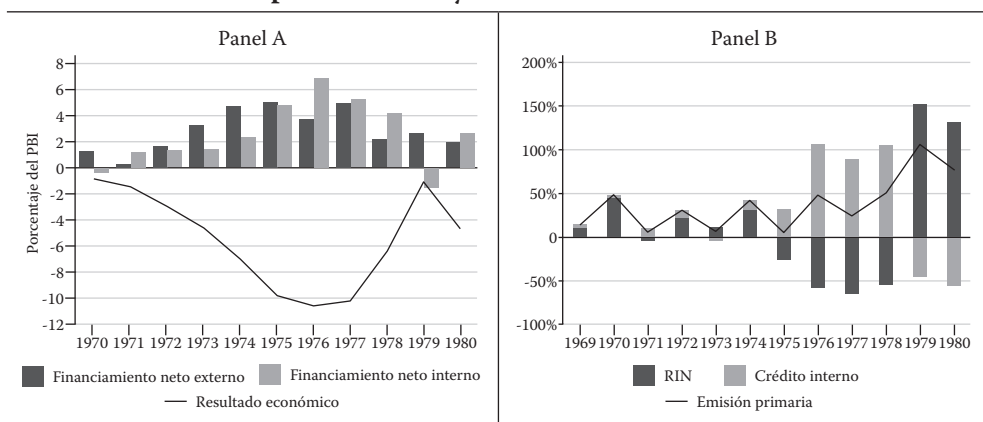
Fuente: BCRP (1970).

En los primeros dos años de este programa solo produjo resultados limitados, pues los coeficientes establecidos se incumplían: principalmente la agricultura y la pesca recibían menos crédito que lo establecido. Es por esta razón que las autoridades descontinuaron los coeficientes sectoriales en el cuarto trimestre de 1971 (IMF Archives, 1972). A partir de entonces solamente se requería que, de los nuevos créditos, el 60% sea distribuido a los sectores prioritarios. El problema de los coeficientes de cartera, aplicados a cada banco, es que eran muy rígidos para el funcionamiento normal del negocio bancario, donde las decisiones de cartera dependen de factores idiosincrásicos, asociados a la demanda y oferta de créditos. Es muy posible, por ello, que el esquema haya creado diversas distorsiones en la asignación de créditos e, inclusive, generado corrupción, lo que podría haber contribuido a la menor productividad de la economía en general.

Las políticas de tasas de interés y de redescuento tenían la meta de abaratar el crédito, principalmente, de las actividades que eran consistentes con la política de crédito selectivo. Desde 1962, la tasa máxima de interés para préstamos bancarios se había mantenido en 12%, pero, a partir de 1972, el BCRP buscó utilizar más activamente la tasa de redescuento, como instrumento, para reducir la tasa de créditos a niveles de 7% a 5%. La política de redescuentos a tasas de interés preferenciales sirvió, principalmente, cuando se expandió el crédito selectivo a las regiones el país, a través de bancos regionales, con créditos dirigidos a pequeños industriales, artesanos y comerciantes.

En resumen, la política monetaria en este periodo está caracterizada por una expansión monetaria y fiscal, como se muestra en el Gráfico 6.7: el déficit fiscal se hizo cada vez más grande al transcurrir los años y alcanzó 10,5% del PBI en 1976. Al principio, el grueso del financiamiento de dichos déficits era externo, pero cuando este llegó a su límite, el financiamiento interno tomó precedencia. El incremento de la emisión monetaria tenía, además, el problema de estar supeditado también a la variación de las reservas internacionales netas. En la práctica, una ganancia de reservas, por encima de lo estipulado en los programas monetarios, propiciaba un problema de emisión excesiva, que no siempre se podía esterilizar.

Gráfico 6.7: Expansión fiscal y monetaria en la década del setenta



Notas: En el Panel A, la línea muestra el resultado económico del sector público no financiero, en tanto, las barras muestran el financiamiento interno y el externo. Las variables están en porcentaje respecto al PBI. En el Panel B, la línea muestra el crecimiento de la emisión primaria; las barras muestran las contribuciones de las reservas internacionales netas y del crédito interno del BCRP en el crecimiento de la emisión primaria. Las contribuciones se calculan multiplicando la variación de la variable por su peso en la estructura de la emisión primaria. En este panel, las variables están medidas a fin de periodo.

Fuente: BCRP.

LA GÉNESIS DEL GALOPANTE PROCESO INFLACIONARIO

El gran problema de la expansión fiscal y monetaria del reformismo militar es que esta coincidió con un *shock* mundial de oferta adverso sin precedentes, que se conoció como la Gran Inflación, en los países desarrollados, los que además sufrieron efectos negativos en su actividad económica. Este doble efecto perverso en dicho periodo —aumento de inflación y recesión económica— dio paso al popular neologismo conocido como estanflación. Como se discute en la sección 2 de este capítulo, la devaluación del dólar americano, frente a las monedas de los demás países industrializados, y el aumento de precios del petróleo y alimentos, elevó la inflación importada que, poco a poco, se fue propagando en los precios internos del Perú.

Es el año 1973, cuando se produce la inflexión en el proceso inflacionario peruano, una vez que se manifiesta el choque externo, y las autoridades de política fueron complacientes, a pesar de que la inflación promedio anual había venido subiendo y lo siguió haciendo cada año sucesivamente: de 7,2% en 1972 a 9,5% en 1973, a 16,4% en 1974 y a 23,6% en 1975. A partir de la revisión de las Memorias del BCRP respectivas, y del acceso a las Actas de Directorio del BCRP de la época, podemos concluir que no hubo una verdadera preocupación por el estado de la inflación, y menos sobre las medidas para enfrentar la situación, sino hasta 1976, cuando el problema inflacionario ya había alcanzado un nivel alarmante.⁴⁴

Una hipótesis que explica esta desatención de las autoridades sobre el problema inflacionario es que el Poder Ejecutivo, al controlar la política monetaria a través del CPM, cambió el rol de prioridades en cuanto al objetivo a alcanzar. Ya no era la estabilidad monetaria —a lograr a través de una baja inflación—, el principal objetivo de las autoridades, sino brindar las facilidades de crédito necesarias para desarrollo económico del país.

6. La "segunda fase" y el esfuerzo de estabilización

El régimen de Velasco terminó en agosto de 1975, con un golpe palaciego, motivado en una parte por el deterioro de la salud del dictador y, en otra parte, por la crisis de balanza de pagos que se avecinaba.⁴⁵ La junta militar sucesora compartió “en teoría” el proyecto revolucionario, pero quedó empantanado por la crisis.

Con la nueva Junta Militar, se nombra ministro de Economía al ingeniero Luis Barúa. En la primera fase de la dictadura militar todos los ministros fueron militares: por ello, su designación daba una primera señal de flexibilización del régimen militar. Como presidente del BCRP se eligió a Carlos Santisteban de Noriega. Junto al trepidante ascenso de la inflación, las autoridades enfrentaban —en estos meses iniciales de nuevo régimen— una creciente pérdida de RIN del BCRP y el deterioro de los términos de intercambio, que estaban mermando los ingresos de divisas por exportaciones. El desequilibrio financiero de la escasez de divisas era lo más acuciante y tenía que ser encarado primero.

⁴⁴ En la *Memoria 1976* (BCRP, 1977) se hace un recuento de las causas del estado de inflación, incluyendo el efecto de la mayor inflación importada, desde 1973, y el financiamiento inflacionario del fisco. En las actas del Directorio, recién en marzo de 1976, se da a conocer una mención del gerente general sobre las consecuencias inconvenientes del desmesurado crecimiento del crédito interno neto del BCRP (en el nivel de precios).

⁴⁵ Zapata (2018).

Con el objetivo de facilitar el control de divisas que se había tornado complicado, debido a la creciente especulación y arbitraje en los dos mercados de cambios,⁴⁶ las autoridades decidieron unificar el mercado de cambios e implantaron una tasa única de S/ 45 por dólar, tanto para el mercado de giros como para el de certificados; de esta forma, se devaluó la moneda, principalmente en referencia al último, que era el más grande y donde dicha devaluación alcanzó 16%.

Hacia el primer trimestre de 1976 se constató que las medidas devaluatorias no fueron suficientes, dado que las exportaciones estaban aún estancadas y la demanda por importaciones seguía creciendo: el BCRP empieza a registrar niveles negativos de RIN. Frente a la situación de alta inflación y deterioro de la actividad económica, originada por el choque de oferta internacional, las autoridades reconocieron que enfrentaban un dilema. Por un lado, necesitaban seguir expandiendo el crédito para mantener el impulso de las necesidades productivas, pero, por otro lado, la mayor emisión de dinero, en la práctica, no solo estaba generando inflación, sino que aumentaba la demanda especulativa por dólares americanos.

A fines de junio de 1976 se tomó una medida enérgica y se anunció que el dólar costaría S/ 65, lo que representaba una devaluación de 44% en el valor de la moneda, una variación ligeramente mayor a la megadevaluación de 1967. Además, el BCRP elevó los requerimientos y simplificó el régimen de encaje, para que vuelva a ser un instrumento de manejo de liquidez coyuntural. Asimismo, con el fin de contrarrestar la presión de apreciación del tipo de cambio real —ejercida por la posible inflación interna futura—, se optó por un esquema de tipo de cambio nominal reptante (*crawling peg*), con pequeños ajustes periódicos, en función del diferencial de tasas de inflación internas y externas, de manera que el tipo de cambio real se mantenga en un relativo equilibrio y conserve condiciones favorables para los exportadores. Sin embargo, esta política de minidevaluaciones —sin implementar un paquete para cerrar el desequilibrio fiscal— generó aún más especulación y expectativas de mayores aumentos de precios.

Hacia inicios de 1977, el BCRP elevó las tasas de interés pasivas, puesto que, con la alta inflación, las tasas de interés reales se habían vuelto negativas y ello había desalentado el ahorro y el flujo de liquidez bancaria en moneda nacional. La postura de política monetaria ahora era claramente antiinflacionaria, pero por el lado fiscal no había convencimiento cabal de realizar el ajuste, presumiblemente por el costo político que había que pagar. El ministro Barúa no tuvo el apoyo del gabinete de ministros para imponer una política de recorte de gastos. El Poder Ejecutivo se estaba demorando en tomar acciones: tenía que decidirse a incrementar el precio de la gasolina para corregir el déficit de Petroperú, disposición que resultaría políticamente muy difícil.

⁴⁶ Las cotizaciones entre los mercados de certificados y de giros tenían un diferencial de más de 10%.

En mayo de 1977 renuncian tanto el ministro Barúa como el presidente del BCRP, Santistevan, por la negativa del Poder Ejecutivo de emprender un programa de austeridad fiscal, enmarcado en el Acuerdo de Crédito Contingente (también conocido como *Stand-by arrangement*), que se estaba negociando con el FMI. El ingeniero Walter Piazza, quien había sido un duro crítico de Velasco, es nombrado ministro de Economía, y Germán de la Melena es designado como presidente del Directorio del Banco Central. El ministro Piazza no duró mucho en el cargo, puesto que el Plan de Emergencia que propuso era también políticamente muy costoso para el Gobierno. En esos momentos de angustia financiera, cuando el servicio de la deuda externa contraída por el régimen militar de la primera fase había llegado al 40% de las exportaciones, era imperioso renegociar la deuda externa y se necesitaba el apoyo financiero del FMI para lograr un paquete económico que le pueda dar sostenibilidad a la deuda. Por ejemplo, se planteaba retirar los subsidios a la gasolina, que estaban generando muchas pérdidas al fisco, pero ello implicaba elevar el precio del combustible de 84 octanos de 50 a 75 soles.

La imposibilidad de convencer al Gobierno sobre la urgencia del plan obligó a Piazza a renunciar al ministerio a inicios de julio. Su reemplazante fue el general Alcibiades Sáenz, quien lo primero que hizo fue detener el programa de minidevaluaciones cambiarias y congelar el tipo de cambio en S/ 80,9 por dólar. El creciente descontento popular se hizo sentir el 19 de julio, a través de un paro general, convocado por la CGTP. Luego, el Gobierno convocó a elecciones para una Asamblea Constituyente, a llevarse a cabo el siguiente año, y anunció elecciones para traspasar el poder a la administración civil.

Octubre de 1977 marcó un hito importante: se firmó un Acuerdo de Crédito Contingente con el FMI, que consideró un drástico plan de ajuste fiscal. Además, se estableció el Mercado Único de Cambios, por el cual se eliminaron algunas restricciones cambiarias del esquema dual, que imperaba hasta ese momento, y se dejó que las fuerzas del mercado determinaran el valor del tipo de cambio, con ocasionales intervenciones del BCRP para evitar cambios bruscos.

La situación hacia mayo de 1978 no había mejorado, y el Acuerdo de Crédito Contingente se incumplió, pues no se lograron las metas fiscales, y el Perú estaba rumbo a una moratoria de su deuda externa. Estos resultados motivaron la salida de Sáenz y la entrada de Javier Silva Ruete al Ministerio de Economía. Entre tanto, De la Melena se apartó del BCRP y lo reemplazó Manuel Moreyra. Ambos, Moreyra y Silva, habían sido funcionarios del Banco en años previos y ellos cierran el ciclo de autoridades de política económica de este último periodo. Bajo el liderazgo de dichos gestores se diseñó un nuevo programa económico, en el marco del Acuerdo de Crédito Contingente con el FMI, que se firmaría ese año. La idea era que el paquete sí pueda, esta vez, ser cumplido por el Ejecutivo, a pesar de que el país se encontraba aún en

medio de un conflicto social debido a la impopularidad⁴⁷ de la situación económica, y del mismo ajuste, que implicaba aumentos de precios controlados o la eliminación de subsidios. Es posible que las elecciones para elegir una Asamblea Constituyente, realizadas en junio de 1978, hayan, en parte, liberado la presión social, y que el plan económico Silva-Moreyra haya podido ejecutarse sin correr la misma suerte que los anteriores. Es plausible suponer también que Silva y Moreyra habrían tenido mayor habilidad política para sacar adelante el programa.

El programa contempló el regreso de las minidevaluaciones de Barúa. Incluso, esta vez, las alzas periódicas al tipo de cambio, contra el dólar, estuvieron en función directamente de la inflación interna y no del diferencial entre las tasas de inflación interna y externa, como fue en el diseño anterior. Con ello se buscaba que el tipo de cambio real tenga un efecto depreciatorio mayor y que favorezca el esfuerzo exportador. Otro elemento vital de este periodo económico era la necesidad de refinanciar la deuda externa, ya que su servicio estaba consumiendo gran parte de las divisas obtenidas por exportación, en perjuicio de las importaciones. El equipo económico logró entonces refinanciar la deuda y generar el alivio financiero que el régimen requería en ese momento.

Afortunadamente para el dúo Silva-Moreyra, en 1979, los precios internacionales de las materias primas que Perú exportaba subieron más de lo que estaba previsto en el programa. Ello, sumado a un tipo de cambio real estable y a la mejora en la confianza del empresariado, logró la recuperación económica y la corrección del desbalance financiero. El PBI en 1979 creció a una tasa de 4,1%, recuperándose así de la caída en 2,6% del año previo. Sin embargo, tanto el ritmo de las minidevaluaciones como el mayor crecimiento de la emisión monetaria continuaron aumentando la inflación, que pasó de 58% en 1978 a 68% en 1979 (ver Gráfico 6.8), cifras nunca vistas hasta ese momento en nuestra historia económica. Esta vez, el incremento de la emisión estuvo ligado a la importante recuperación de las RIN.⁴⁸

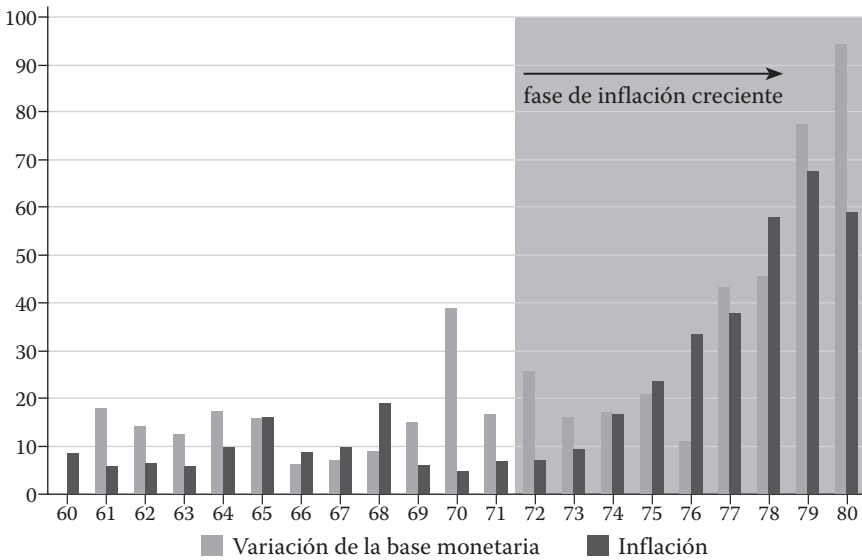
De esta manera, se cierra este último periodo de un gobierno militar, con la política económica ya administrada por civiles y, en particular, la política monetaria que pudo resolver el problema de corto plazo del desequilibrio externo, pero que dejó una inflación por encima del 50% que sería luego muy difícil de controlar por el entrante Gobierno de Belaúnde. El rol que tuvo el CPM en la política monetaria, en la primera mitad de los setenta, se fue diluyendo al hacerse cada vez más importante el manejo de corto plazo de la crisis financiera, territorio donde el Banco Central tenía más

⁴⁷ En mayo se llevó a cabo una huelga general de la CGTP por dos días.

⁴⁸ A pesar de que se redujo la contribución del crecimiento del crédito interno neto, como se ve en el panel B del Gráfico 6.7.

experiencia. Así, de alguna manera, el Banco recuperó un poco su autonomía respecto al Poder Ejecutivo hacia el final de la década.

Gráfico 6.8: Inflación y crecimiento porcentual de la base monetaria



Nota: La variación de la base monetaria y la inflación son promedio del periodo.
Fuente: Compendio de Estadísticas Monetarias del BCRP.

7. Conclusiones

Algunas de las reformas implementadas por el régimen militar, y en específico la reforma agraria, estaban en la lista de deseos de los principales partidos políticos, antes del golpe de Estado de 1968, y probablemente fueron muy populares. El régimen político anterior estaba lejos de ser una democracia en toda regla: el sufragio electoral estaba restringido a los que se consideraban alfabetizados, pero la representación política se basó en la población total, lo que dio una mano dura a los intereses de los terratenientes en el Legislativo. La concentración de la propiedad de la tierra fue el resultado histórico del despojo del campesinado. Cuando la nueva Constitución fue redactada por una asamblea electa en 1978-1979, las antiguas restricciones al derecho de voto quedaron firmemente en el pasado. De hecho, una de las motivaciones de la Junta Militar gobernante fue romper el poder político y económico de las familias oligárquicas tradicionales, que eran percibidas popularmente como una barrera para la modernización del país. Podría decirse que esto sí se logró.

Se puede trazar un paralelo entre la política de las reformas centradas en el Estado de 1968-1975 y las reformas orientadas al mercado de principios de la década de 1990. En ambos casos, las instituciones políticas formales del país fueron incapaces de procesar de manera legal cambios en el régimen económico que, en ese momento, parecían urgentes.⁴⁹ Un proceso de reforma políticamente negociado, respetando la Constitución, habría sido un experimento más complejo, pero probablemente habría eliminado algunos de los peores desaciertos económicos asociados a la expansión del papel del Estado en la economía.

En este capítulo hemos argumentado que la implementación de las reformas sociales y económicas profundas, demandadas por la sociedad, y la expansión del rol del Estado en la economía utilizaron el fácil financiamiento inflacionario del Banco Central, al existir una dominancia fiscal *de facto*. El Banco tuvo al inicio del periodo una débil autonomía, pero la perdió totalmente durante el gobierno militar.

El régimen militar inició entonces una expansión monetaria y fiscal radical, en medio de un choque de oferta inflacionario externo, sin precedentes, con efectos perversos internos en la inflación, la actividad económica y el flujo de divisas. Al principio, las autoridades fueron complacientes con los logros de la expansión fiscal y monetaria, y soslayaron los peligros latentes. Se dieron cuenta, muy tarde, de que estaban atrapadas en el dilema de controlar radicalmente la inflación o evitar una recesión profunda.

En el corto plazo, las autoridades del Gobierno militar prefirieron evitar una mayor recesión a costa de mayor inflación: las minidevaluaciones del periodo, sin duda, jugaron un rol importante para generar inercia inflacionaria. Durante 1978, los ajustes periódicos al tipo de cambio se hacían al compás de la inflación observada, y en 1979, cuando las condiciones externas empezaron a mejorar, la cuantía de los ajustes se hizo más pequeña, pero continuó siendo positiva. Es tentador pensar que la causa principal del repunte inflacionario haya sido la política cambiaria, pero, en verdad, esta era claramente endógena a la inflación, ya sea en los episodios de minidevaluaciones como en el lapso donde el tipo de cambio se movió libremente. Las autoridades devaluaban en la medida que veían inflación, y esta depreciación, a su vez, se retroalimentaba a través del efecto traspaso hacia precios. La causa original, tal como esbozamos en este capítulo, fue la emisión inflacionaria de un Banco Central dominado por un Ejecutivo, que se estaba expandiendo radicalmente.

Los paquetes de ajuste fiscal para poder restringir el financiamiento del Banco Central pasaban por recortes de gastos corrientes y de capital y por retiros de subsidios a precios controlados, como el de la gasolina; estas decisiones resultaban

⁴⁹ El paralelismo entre los gobiernos de Velasco y Fujimori es uno de los temas de los ensayos recopilados por Cameron y Mauceri (1997).

políticamente muy costosas y económicamente restrictivas. Sin embargo, el sinceramiento fiscal era la manifestación de altas expectativas que nunca se realizaron. El gran error de percepción o de predicción del régimen militar fue creer que el Perú podría llegar a ser una potencia productora de petróleo. Al no concretarse esa esperanza, se diluyó la promesa de tener ingentes ingresos fiscales y la idea de tener precios de combustibles baratos.

El nuevo Gobierno civil de Belaúnde partiría entonces de la herencia inflacionaria alta, dejada por el régimen militar, y de un Estado y estructura económica reformadas, pero ineficientes. El proceso de reformas había generado una mala asignación de recursos en la economía, que había reducido la productividad total de los factores, y los precios relativos estaban distorsionados. Había pues un cúmulo de problemas por resolver al entrar en los ochenta, sin mencionar el descontento social, que haría muy complicado maniobrar la política económica, en general, y la política monetaria, en particular.

REFERENCIAS

- Abusada, R. (1977). Políticas de industrialización en el Perú, 1970–1976. *Revista Economía*, 1(1), 9–34.
- Acemoglu, D. & Robinson, J. A. (2019). *El pasillo estrecho: Estados, sociedades y cómo alcanzar la libertad*. Deusto.
- Alesina, A. & Drazen, A. (1991). Why Are Stabilizations Delayed? *American Economic Review*, 81(5), 1170–1188.
- Baer, W. (1967). The inflation controversy in Latin America: A survey. *Latin American Research Review*, 2(2), 3-25.
- Banco Central de Reserva del Perú (1962). Plan Anual de Desarrollo.
- Banco Central de Reserva del Perú (1967). *Memoria 1966*.
- Banco Central de Reserva del Perú (1968). *Memoria 1967*.
- Banco Central de Reserva del Perú (1970). *Memoria 1969*.
- Banco Central de Reserva del Perú (1974). *Memoria 1973*.
- Banco Central de Reserva del Perú (1977). *Memoria 1976*.
- Banco Central de Reserva del Perú (1978). *Memoria 1977*.
- Besley, T. & Persson, T. (2009). The origins of state capacity: Property rights, taxation, and politics. *American Economic Review*, 99(4), 1218–44.
- Bloomfield, A. I. (1957). Some problems of central banking in underdeveloped countries. *The Journal of Finance*, 12(2), 190-204.
- Bourricaud, F. (2017). *Poder y sociedad en el Perú contemporáneo*. (3ª edición). Instituto de Estudios Peruanos.
- Brimmer, A. F. (1971). Central banking and economic development: the record of innovation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 3(4), 780-792.
- Cameron, M. A. & Mauceri, P. (Eds.). (1997). *The Peruvian Labyrinth: Polity, Society, Economy*. Penn State University Press.
- Cleaves, P. & Pease, H. (1985). Autonomía estatal y decisión política militar. En C. McClintock & A. F. Lowenthal (Eds.), *El Gobierno militar: Una experiencia peruana 1968–1980* (pp. 233–270). Instituto de Estudios Peruanos.
- De Soto, H. (1986). *El Otro Sendero. La Revolución Informal*. Instituto Libertad y Democracia.
- Epstein, G. (2007). Central Banks as Agents of Economic Development. En H-J. Chang (Ed.), *Institutional Change and Economic Development* (pp. 95-114), United Nations University and Anthem Press.
- Espinoza, M., Escobal, J. & Fort, R. (2020). A 50 años de la reforma agraria peruana: nueva evidencia sobre su despliegue temporal y geográfico, y sobre algunos de sus efectos de largo plazo. En S. Vargas & M. Bravo (Eds.), *SEPIA XVIII Perú: el problema agrario en debate* (pp. 33–70). SEPIA.

- Estela, M. (1999). *El Banco Central: Su historia y la economía del Perú 1821-1992. Tomo III*. BCRP.
- Fischer, S. & Modigliani, F. (1978). Towards an understanding of the real effects and costs of inflation. *Review of World Economics*, 114(4), 810-33.
- Fitzgerald, E. V. K. (1985). Capitalismo de Estado en el Perú: Limitaciones de un modelo de desarrollo económico. En C. McClintock & A. F. Lowenthal (Eds.), *El Gobierno militar: Una experiencia peruana 1968–1980* (pp. 89–117). Instituto de Estudios Peruanos.
- Goodhart, C. A. E. (2011). The changing role of central banks. *Financial History Review*, 18(2), 135-154.
- Hunefeldt, C. (1997). The rural landscape and changing political awareness: Enterprises, agrarian producers, and peasant communities, 1969–1994. En M. A. Cameron & P. Mauceri (Eds.), *The Peruvian labyrinth: polity, society, economy* (pp. 107–33). Pennsylvania State University.
- IMF Archives (1966). Peru – 1965 Article VIII Consultations, SM/66/37, 17 de marzo, International Monetary Fund.
- IMF Archives (1968). Peru – 1968 Article VIII Consultations, SM/68/153, 9 de octubre, International Monetary Fund.
- IMF Archives (1972). Peru – Recent Economic Developments, SM/72/206, 29 de agosto, International Monetary Fund.
- Jarowski, H. (1977). *Estado, planificación y políticas públicas en el Perú*. Estudios e Investigaciones 33506. Cepal.
- Klarén, P. (2004). *Nación y sociedad en la historia del Perú*. (1ª edición). Instituto de Estudios Peruanos.
- Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311–325.
- Kuczynski, P. P. (1980). *Democracia bajo presión económica: El primer Gobierno de Belaúnde (1963–1968)* (1ª edición). Ediciones Treintatrés & Mosca Azul.
- Lowenthal, A. F. (1985). El experimento peruano reconsiderado. En C. McClintock & A. F. Lowenthal (Eds.), *El Gobierno militar: Una experiencia peruana 1968–1980* (pp. 435–50). Instituto de Estudios Peruanos.
- Lewis, J., Webb, R. & Kapur, D. (20 octubre de 1990). *Transcript of Interview with Aron Broches*. World Bank History Project (Archives).
<https://documents1.worldbank.org/curated/en/891771468197064100/text/103397-TRANS-Oral-interview-Brookings-Broches-edited-PUBLIC.txt>
- Martinelli, C. & Escorza, R. (2007). When Are Stabilizations Delayed? Alesina-Drazen Revisited. *European Economic Review*, 51(5), 1223–45.
- Martinelli, C. & Vega, M. (2019). The economic legacy of General Velasco: Long-term consequences of interventionism. *Economía*, 42(84), 102–133.

- Martinelli, C. & Vega, M. (2021). The History of Peru. En T. J. Kehoe & J. P. Nicolini (Eds.), *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960–2017* (pp.401-448). University of Minnesota Press.
- Matos Mar, J. (1985). *Desborde popular y crisis del Estado*. (2ª edición). Instituto de Estudios Peruanos.
- McClintock, C. & A. F. Lowenthal (Eds.). (1985). *El Gobierno militar: Una experiencia peruana 1968–1980*. Instituto de Estudios Peruanos.
- Naciones Unidas (1969). *Growth of the World's Urban and Rural Population, 1920–2000*.
- Nogues, J. (1986). An historical perspective of Peru's trade liberalization policies of the 80s. Documento de Discusión DRD168. Banco Mundial.
- Olson, M. (1991). Autocracy, democracy, and prosperity. En R. Zeckhauser (Ed.), *Strategy and Choice* (pp. 131–59). MIT.
- Parodi, C. (2012). *Perú 1960-2000: Políticas Económicas y Sociales en Entornos Cambiantes*. (Decimosexta reimpresión). Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Pastor, G. C. (2012). *Peru: Monetary and Exchange Rate Policies, 1930–1980*. Documento de Trabajo WP/12/166, Fondo Monetario Internacional.
- Petroperú (1973). *Memoria Anual 1972*.
- Petroperú (1977). *Memoria Anual 1976*.
- Salazar, A. (1975). *La educación del hombre nuevo: La reforma educativa peruana*. Paidós.
- Salazar, J. (1963). Una revelación. *Caretas*, 267.
- Sardón, J. L. (1995). *Walter Piazza en el MEF: Recuento de una frustración costosa*. Instituto Apoyo.
- Schydrowsky, D. M. & Wicht, J. J. (1979). *Anatomía de un fracaso económico: Perú 1968–78*. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Seminario, B. (2016). *El desarrollo de la economía peruana en la era moderna. Precios, demanda y producción desde 1700*. Universidad del Pacífico.
- Stockholm International Peace Research Institute (2021). SIPRI Military Expenditure Database 2022.
- Thorp, R. & Bertram, G. (2013). *Perú 1890–1977: Crecimiento y políticas en una economía abierta*. (1ª edición revisada). Fondo editorial de la Universidad del Pacífico.
- Torres, J. (1982). Protecciones efectivas y sustitución de importaciones en el Perú. *Economía*, 5(10), 9–45.
- Webb, R. (3 de marzo de 2009). *Emilio G. Barreto*. Instituto del Perú. <http://institutodelperu.pe/2009/03/16/columna-de-opinion-emilio-g-barreto/>

- Webb, R. (16 de setiembre de 2013). Oops o Maquiavelo. *El Comercio*.
<http://institutodelperu.pe/2013/09/16/columna-de-opinion-oops-o-maquiavelo/>
- Zapata, A. (2018). *La caída de Velasco*. Taurus.