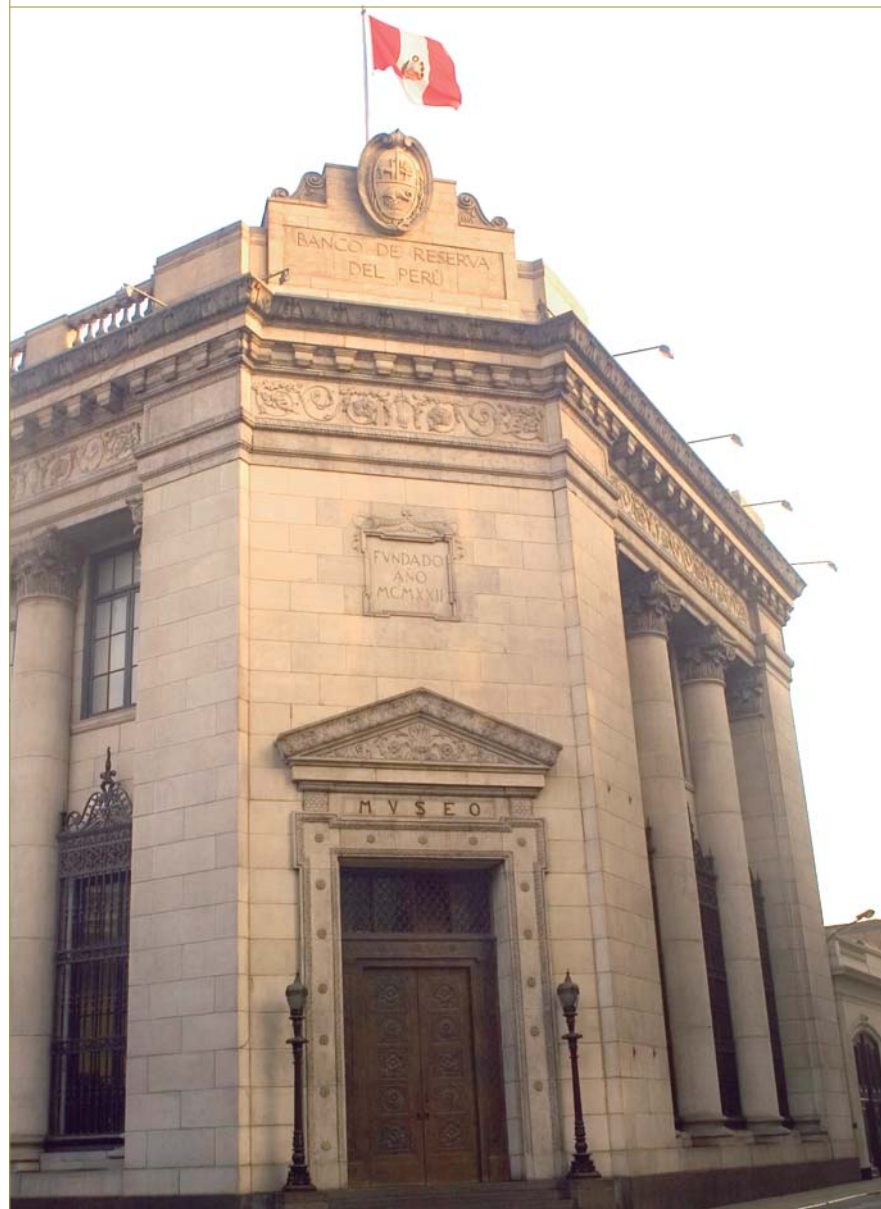


Los regímenes monetarios del Perú

BRUNO SEMINARIO*

Un ensayo histórico que busca explicar los principios que inspiran el diseño de la política monetaria actual, así como entender sus efectos sobre las principales variables económicas y discutir los desafíos del futuro.

Desde 1931 hasta los tiempos actuales



* Profesor de la Universidad del Pacífico.

I

Hay tanta distancia entre las condiciones económicas que prevalecían en los años setenta y ochenta y las que hoy parecen regir en nuestros mercados financieros, que éstas, sin duda, deben parecer ininteligibles a los espíritus más jóvenes. Así, la profunda diferencia que existe entre dos momentos de nuestra historia económica nos permite apreciar cuán diferentes pueden ser los efectos de los regímenes y principios que inspiran la práctica de la política monetaria, juzgar sus ventajas y entender sus debilidades estructurales, y, finalmente, analizar sus principales propiedades.

Tres partes componen este breve ensayo que intentará explicar los principales principios que inspiran el diseño de la política monetaria actual, entender sus efectos sobre las principales variables económicas y discutir los desafíos fundamentales del futuro. En la primera parte, intentaremos presentar una historia de los distintos regímenes monetarios que guiaron las acciones de los distintos directorios del Banco Central de Reserva en sus 75 años de existencia. En la segunda, discutiremos las bases conceptuales del actual régimen de metas de inflación, su modalidad de funcionamiento y las principales fuerzas que intervienen en la determinación del equilibrio general. Finalmente, la tercera parte se dedicará a discutir los principales riesgos y desafíos que enfrentará el actual régimen en los próximos cinco años.

II

No pudo escoger, la Junta de Gobierno que sucedió a Leguía, momento más oportuno para fundar el Banco Central de Reserva, cuando el 18 de mayo de 1931, expidió el decreto ley No. 7137 que estableció a esta institución, siguiendo el proyecto preparado por la misión Kemmerer. Era la función principal del nuevo banco mantener estable el valor de la moneda nacional y proporcionar, según las circunstancias, la liquidez necesaria para la demanda variable del comercio y de la industria. Su organización imitaba la estructura del Banco Federal de Re-

serva de los Estados Unidos y las normas que regulaban su funcionamiento interno.

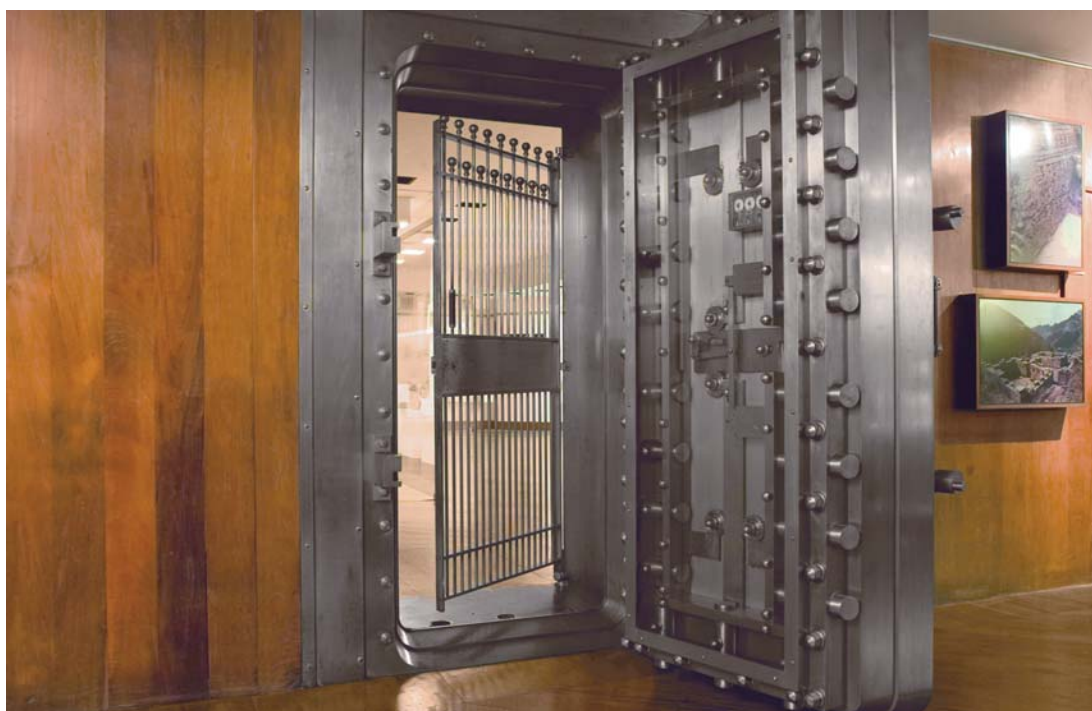
Aunque puede resultar apasionante e intrigante, en 1931 era el nuevo banco incapaz de cumplir con sus objetivos principales. Y fue este hecho el que determinó que el primer sistema cambiario que administró el Banco Central fuera un sistema de tipo de cambio flexible. Si bien esta elección fue motivada por las urgencias propias del momento y no sugerida por ninguna reflexión teórica, puede ésta haber sido la más apropiada para contener la deflación que en ese entonces amenazaba con destruir nuestra economía.

La depreciación del sol contuvo, sin duda, la caída incesante de los precios y contribuyó a amortiguar los efectos que sobre el Perú tuvo la gran depresión económica de los años treinta. ¿Explica, acaso, la peculiar política monetaria que practicó el primer directorio del Banco Central, los efectos leves que la gran depresión tuvo en el Perú y la rapidez de la posterior recuperación económica?

No podemos dejar de notar, ya que este hecho tuvo una enorme importancia para la historia monetaria del Perú, el gran empeño que demostró el directorio del Banco Central para cumplir con el objetivo de satisfacer las necesidades de liquidez del sector privado. Fue este impulso el que llevó a establecer un conjunto de bancos especializados en sectores específicos gracias a la feliz iniciativa de los distintos gremios de producción. La Sociedad Nacional Agraria, por ejemplo, encargó a un abogado elaborar un proyecto para establecer el Banco Agrícola del Perú y este comenzó a operar en 1932.

¿Hubo alguien que percibiera alguna contradicción entre este objetivo secundario y el más fundamental, de velar por la estabilidad monetaria? No, en apariencia, y me atrevería a conjeturar que la teoría que justificó económicamente estos proyectos fue una variante de la “Real Bill’s Doctrine”, que siempre gozó de gran popularidad entre los gremios productores.

En cualquier caso, las operaciones financieras que ejecutaba el nuevo Banco Central con estos bancos especializados se convirtieron pronto en cruciales instrumentos de la política monetaria, y, quizás, fue la subordinación de estos respecto del financiamien-



RESGUARDO. Puerta de la bóveda en el antiguo local de BCRP, vio pasar varios regímenes cambiarios y monetarios.

to del Banco Central, el factor que explique la escasa fortuna que ha tenido esta institución administrando un sistema de tipo de cambio fijo.

Este conflicto potencial se manifestó con gran claridad en los años cuarenta, cuando la Segunda Guerra Mundial transformó drásticamente las condiciones económicas que prevalecían en la economía mundial y el Perú sustituyó el sistema de tipos de cambio flexibles por uno de paridad fija, emulando la tendencia mundial.

Esta nueva coyuntura afectó, en primer lugar, los flujos de comercio internacional, y este hecho impulsó los precios hacia arriba, tanto en el mercado interno como en el internacional. También elevó drásticamente las necesidades financieras de todas las unidades de producción. En efecto, el conflicto armado, al aumentar los costos de transacción del comercio internacional, redujo también las velocidades de rotación de todos los activos circulantes, y, por esta razón, incrementó el capital de trabajo requerido por unidad de producción y la demanda de crédito bancario.

Sin embargo, poseía el Banco Central pocos incentivos para cambiar de expansión crediticia que, después de la fundación de la “Banca de Desarrollo”, prevaleció en la década de los treinta. De hecho, el nuevo esquema institucional y las urgencias económicas del momento contribuían a la popularidad de estas políticas.

Al final, el régimen que terminó por consolidarse fue uno de tipo de cambio fijo. No fue difícil para el gobierno y el directorio del Banco Central descubrir que el sistema podía funcionar, en el corto plazo, sin garantizar la plena convertibilidad de la moneda nacional, pues así se generan las condiciones que permiten, al menos en el corto plazo, los efectos

El Banco Central ha señalado en repetidas oportunidades que no tiene como política fijar el precio de la moneda americana

probables de la expansión interna del crédito sobre los agregados monetarios. Favorecía a esta política la excepcional coyuntura en la que la guerra global imponía un límite obvio a la inversión financiera internacional, incrementaba la preferencia por liquidez, e impulsaba hacia arriba las cotizaciones internacionales de todos los productos de exportación del Perú.

Aunque la inflación internacional y la propensión natural hacia el atesoramiento le permitieron al directorio del Banco Central sostener por un período prolongado el tipo de cambio fijo a pesar del crecimiento del crédito interno, ante la corrección de la dinámica de las variables internacionales se interrumpió la tasa de crecimiento del ingreso nominal, volvió a dominar el carácter contradictorio de la política peruana y todo el sistema colapsó. Sin embargo, sus efectos fueron bastante leves, ya que la economía mundial estaba a punto de iniciar la mayor expansión económica del siglo XX, la “Edad de Oro

del Capitalismo“, y este hecho le permitió al Perú superar los efectos de la crisis.

Resulta interesante, sin embargo, mencionar varias de las políticas que introdujeron los gobiernos en su vano afán de aplazar lo inevitable, ya que son notoriamente similares a aquellas que se introdujeron en los años ochenta cuando también se agotaron las posibilidades del régimen monetario. La crisis fue, en ambas ocasiones, precedida por medidas administrativas cuya ejecución rebasa los límites de la capacidad de regulación de nuestro aparato estatal. Trataron nuestras autoridades económicas de remediar la crisis con tipos de cambio diferenciados, controles de capitales y racionamiento de las divisas. Y en ambas ocasiones fracasaron. Lo sorprendente, sin embargo, no es el fracaso, sino la corta duración que hubo entre la introducción de los controles administrativos y el fracaso en ambas ocasiones.

III

Era el Perú, a finales de los años cincuenta, una economía bastante peculiar. Inconfundible en América Latina, ya que la organización de sus instituciones y la estructura de su sistema de producción no se acomodaban con facilidad al patrón típico de un país no desarrollado. Inmediatamente capturaban la atención de los especialistas dos rasgos de nuestro sistema financiero: el inusual sistema cambiario y la gran sofisticación de la banca y del mercado interno de capitales.

En los años dorados del régimen de “Bretton Woods“ era, sin duda alguna, bastante curioso encontrar en el mundo algún banco central que operara un sistema de tipo de cambio flexible. Existía, por cierto, la posibili-

CAMBIOS. La hiperinflación originó que los agentes económicos se refugiaran en el dólar.



dad, y esta era discutida en los tratados de economía internacional, pero su existencia todavía poseía –pensaban los especialistas– una naturaleza ideal. Sin embargo, los economistas más informados conocían que, en dos países de la tierra, esta idea había mutado en realidad: Canadá y el Perú.

Era el primero una economía del mundo desarrollado y su banco central se había forzado abandonar el sistema de “Bretton Woods“, pues su proximidad geográfica respecto de los Estados Unidos integraba su mercado de capitales al de éste último país, y, por esta razón, imposibilitaba, bajo las reglas de “Bretton Woods“, la práctica de una política monetaria independiente.

Sin embargo, ¿cuál era la razón que apartó al Perú de los cincuenta de la usual práctica internacional? ¿Por qué resultaba tan curioso e intrigante el sistema financiero del Perú? La respuesta a estas preguntas se relaciona íntimamente con las políticas económicas que ejecutó el gobierno del general Manuel Odría para superar la crisis financiera de finales de los años cuarenta.

La Misión Klein propuso al gobierno del Perú un sistema de tipo de cambio dual, con una tasa de cambio para las transacciones comerciales y otra para las transacciones financieras. Era un sistema bastante flexible y fácil de adaptar al tormentoso curso de las variables internacionales, ya que le permitía al Banco Central ensayar la lógica fundamental del esquema global, diversos sistemas cambiarios e incluso mezclar sus propiedades, y así encontrar el balance apropiado para las circunstancias del momento. Sin embargo, el requisito esencial para su funcionamiento era el requerimiento que entregaba al Banco Central el monopolio de la oferta de dólares. Colapsó el sistema a finales de los ochenta, cuando las condiciones económicas que permitían preservar este monopolio, debido a la aparición del narcotráfico, la banca paralela y la hiperinflación, no pudieron sostenerse.

Cabe resaltar otro hecho que en esos años solía motivar la curiosidad de los más perceptivos visitantes extranjeros: la sofisticación y enorme eficiencia de la banca peruana de finales de los cincuenta, producto de singulares circunstancias y atribuibles al genio financiero de José Payán y al carácter diversificado del sector primario exportador. Conseguía, en efecto, el sistema financiero de Payán logros que aparentemente se encuentran fuera del alcance del actual, como, por ejemplo, colocar en la Bolsa de Valores de Lima bonos emitidos por las Municipalidades y financiar en el mercado interno diversas inversiones públicas.

A principios de los sesenta, con el primer gobierno de Belaúnde, comenzaron cambios institucionales en el modelo financiero de Payán, cuyo propósito fundamental era reforzar el papel que jugaba el Estado en el sistema monetario y financiero. Aparece así el Banco de la Nación, y se produce un no-

table aumento de los requerimientos de crédito del Estado. La motivación más profunda parece ser la conjunción de la caída en la rentabilidad que se registraba en varias ramas del sector primario exportador y el notorio descenso en la inversión de las empresas.

Creaban estas condiciones un consenso a favor de la expansión del Estado, ya que se le asignaba a este, mediante la expansión de sus funciones en la economía, el papel de sustituir a un sector privado que parecía dispuesto a retirarse de las actividades productivas. Fueron estos hechos los que determinaban, por entonces, la aparición de un superávit en el balance entre el ahorro y la inversión de las empresas, y, por esta razón, los que provocaban la necesidad de canalizar estos excedentes al sector público.

¿Qué factor provocó la caída en la rentabilidad de nuestras industrias exportadoras? Todo parece indicar que en esos años había agotado la economía peruana sus posibilidades de expansión y que las inversiones requeridas para solucionar este problema estructural, debido a su escala, escapaban de las posibilidades del sector privado nacional.

El Perú de los años sesenta no había aún desarrollado mecanismos ni instituciones que permitieran concentrar y centralizar el capital en un gran proyecto de inversión. Tampoco contaba con grupos empresariales capaces de financiar las inversiones requeridas para superar los problemas estructurales de la economía. Este hecho, sin duda, favoreció la expansión del sector público en la economía y determinó la historia financiera en los años posteriores.

Con el gobierno militar del general Velasco Alvarado, intensificaron las determinaciones que comenzaron, con claridad, a manifestarse en los años

sesenta. Abandona la convertibilidad de sol y, aunque preserva el modelo de regulación cambiaria concebido por Klein, refuerza su poder regulatorio con controles de capitales y la prohibición expresa de los depósitos en moneda extranjera. Contrata también en los mercados internacionales una apreciable cantidad de deuda pública, y con estos recursos financieros ejecuta un programa de inversiones cuyo propósito fundamental era superar las dificultades estructurales de la economía exportadora. Desgraciadamente, estas inversiones maduraron demasiado tarde, cuando Perú había caído en una nueva crisis financiera. Fue esta crisis la que determinó la aparición de la inflación y de los mecanismos psicológicos que garantizan su preservación en el tiempo.

Cuando, con el ministro Javier Silva Ruete, las autoridades lograron recuperar el control de la situación a finales de los años sesenta, existieron claras oportunidades para cortar las raíces del fenómeno inflacionario. Cometió, sin embargo, el directorio presidido por Manuel Moreyra, un error crucial en el diseño de su política cambiaria cuando se inclinó por un sistema que indexaba la paridad del sol con respecto al dólar.

¿Fue este error estratégico el origen primordial de la hiperinflación que a finales de los años ochenta produjo la desventura de todos los peruanos? No lo podemos saber con precisión, pero es claro que fue el sistema de minidevaluaciones de los años ochenta la fuerza que impulsó la dolarización de la economía y que introdujo en nuestra economía una sustancial dosis de inercia nominal. Y fue esta inercia la que en, última instancia, provocó el aumento incesante en la tasa de inflación.

¿Sigue aún hoy día, a pesar del tiempo transcurrido, la hiperinflación que consumió el régimen mo-



MONEDA. La estabilidad de precios es una condición para el desarrollo.

netario diseñado por la misión Klein, despertando viscerales reacciones en el ánimo de todos los peruanos y su pavorosa experiencia determinando las interpretaciones que hacemos de nuestra historia?

Dos décadas transcurridas, esta actitud impide conocer con mayor exactitud varios aspectos del fenómeno. En primer lugar, aún hay un serio problema de registro, porque varios de los indicadores económicos que documentan el evento poseen serias deficiencias estadísticas. Es probable, por ejemplo, que el índice de precios al consumidor sobreestime la magnitud de la tasa de inflación, y este hecho impide obtener resultados plausibles para varios indicadores: salario real, tasa de desempleo, producto nominal, entre otros.

También desconocemos la explicación de varios hechos intrigantes, como la gestión del ministro César Vásquez Bazán, que parece haber logrado “estabilizar” la tasa de inflación en un nivel de 30% mensual. Es necesario dilucidar el efecto psicológico del fallido intento de estatización de la banca, que parece haber sido el elemento crucial que impulsó hacia arriba la velocidad de circulación del dinero.

Asimismo, la estatización bancaria generó una conmoción en el modo de funcionamiento del mercado de capitales al provocar el nacimiento de la banca paralela, y, así, de numerosas transacciones crediticias que escapaban del control del Banco Central. No debemos olvidar que la informalización que se observó en los mercados paralelos de crédito en la práctica equivalió a una reforma financiera, ya que, en estos mercados, las tasas de interés se determinaban con total libertad. A medida que desaparecía el crédito en el sector formal y se expandían estas transacciones, se convertían éstas en las medidas más acertadas de evaluación de los costos crediticios. La importancia de este hecho, aunque no comentado, es decisiva, pues, en el mismo período, comienzan a aparecer embrionarios los mecanismos de control monetario que terminarían por prevalecer en el Perú en los años noventa y en el período actual.

IV

Llegamos, finalmente, al tiempo en que vivimos, y el Perú, nuevamente, reconstruye su régimen monetario restaurando un sistema de libertad cambiaria. Surgió este gracias a la expansión de los mercados informales que prevalecieron en los años de la hiperinflación, pero la característica distintiva del nuevo régimen fue, probablemente, la bancarización de las enormes tenencias de dólares que el sector privado había acumulado para proteger su riqueza contra el vertiginoso aumento de precios.

Si bien este hecho equivalió a una entrada de capitales, también provocó una peculiaridad decisiva para el funcionamiento del nuevo régimen monetario. En efecto, los depósitos denominados en moneda extranjera no pueden considerarse con precisión



activos internacionales, pues el contrato financiero involucra en ambos extremos a dos residentes peruanos, aunque el público los perciba como tales.

En realidad, el nuevo régimen se basa en una ilusión construida combinando en un solo activo financiero un procedimiento de indexación al dólar y un compromiso de convertibilidad que estipula el cambio de los depósitos a una tasa de cambio fija de uno a uno con la moneda americana. Frente a estos depósitos se oponen aquellos denominados en moneda nacional, cuya tasa de cambio respecto del dólar se determina en un régimen de flotación sucia.

El segmento dolarizado se rige por las mismas leyes explicadas hace trescientos años por David Hume en su clásico ensayo sobre los determinantes de la balanza de pagos. De ahí que la evolución de su cantidad sea especialmente sensible a los flujos internacionales de capitales y que el Banco Central posea poca discreción para afectar en el largo plazo la escala del sistema.

Así, tienden a expandirse estos depósitos cuando se registran saldos favorables en la cuenta de capital, y a contraerse cuando ocurre lo contrario. Sin embargo, en el muy corto plazo, el BCR puede afectar la magnitud de estos flujos manipulando los encajes en moneda extranjera. El sistema de flotación sucia domina la parte no dolarizada, y, en él, la autoridad monetaria es capaz de controlar sin ningún impedimento la magnitud de la emisión.

Para administrar el segmento en soles del sistema, el Banco Central adoptó un sistema basado en la programación de la emisión, emulando el comportamiento de los bancos centrales de los países desarrollados a finales de los años setenta, cuando estos abandonaron el sistema de Bretton Woods y abrazaron sistemas de flotación sucia.

Puede ser interesante comentar dos puntos para los cuales no existe adecuada explicación. En primer lugar, la varianza del tipo de cambio dólar fue, en este régimen, bastante reducida, a pesar de no existir

NUEVO ESQUEMA. A principios del nuevo milenio, el BCRP adoptó el régimen de metas explícitas que ganó popularidad en los países industrializados en los ochenta.

un compromiso expreso por parte del Banco Central que lleve a determinar de forma rígida la paridad con respecto al dólar de la moneda nacional. Lo realmente interesante no es la escasa variabilidad del tipo de cambio dólar, sino entender cuál es el conjunto de fuerzas que determinaron este resultado, ya que el Banco Central ha señalado en repetidas oportunidades que no tiene como política fijar el precio de la moneda americana.

El segundo rasgo esencial del sistema es que su operación parece requerir una cantidad mayor de reservas internacionales que el antiguo sistema de tipo de cambio fijo. En efecto, mientras que el antiguo sistema nunca requirió una cantidad de reservas que excediera a tres meses de importación, la magnitud de éstas en el nuevo excede con creces un año de importaciones. Finalmente, no se registraron tendencias evidentes que llevaran a la desdolarización. En los años ochenta, a pesar de la caída en la tasa de inflación, el coeficiente de dolarización se mantuvo bastante estable, y aunque existen teorías que explican el hecho, no resultan convincentes.

A principios del nuevo milenio se introdujo un nuevo sistema para administrar el segmento denominado en moneda nacional: el régimen de metas de inflación. Inicialmente, este había ganado popularidad en los países industrializados en los años ochenta, cuando los bancos centrales se desilusionaron debido al enorme desarrollo financiero que caracterizó en dicho período a los sistemas basados en la programación de la emisión.

El problema que se registraba fue la inestabilidad de la demanda por los distintos instrumentos

financieros que cuestionaban la efectividad de la política monetaria. Por ello, gradualmente se inclinó la balanza a favor de la tasa de interés, ya que esta política permitía con mayor eficacia regular la dinámica de una economía. Para orientar la política monetaria, el nuevo sistema intenta limitar la discreción de las autoridades monetarias mediante el uso de la regla de Taylor. Los impulsos de la política monetaria se transmiten hacia el sector real usando como vehículo fundamental la estructura temporal de las tasas de interés, y su efectividad depende de la forma como esta estructura responde a las intenciones de cada banco central.

Aunque no podemos discutir a plenitud el funcionamiento de este sistema, podemos concluir este breve ensayo notando dos puntos que nos parecen importantes. Es preciso notar que su puesta en práctica en el Perú ha sido especialmente favorecida por las excepcionales circunstancias económicas que han predominado en el mundo en el quinquenio pasado.

No hay que perder la perspectiva de que sólo hemos podido apreciar el funcionamiento de dicho régimen en una coyuntura de expansión de la economía mundial, distinguida por el notorio descenso de las tasas de interés. No sabemos cómo funcionará cuando este escenario se altere y las tasas de interés se comporten de manera distinta.

En segundo lugar, el sistema parece haber provocado tendencias evidentes hacia la desdolarización del sistema, pero no queda claro si estas son un producto de su lógica de funcionamiento o de la coyuntura internacional. Es claro que estos temas merecen estudiarse con mayor profundidad.



SÓLIDO. Las metas de inflación provocaron una tendencia evidente hacia la desdolarización, haciendo más fuerte a la moneda nacional.