



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

100 AÑOS

HISTORIA DEL BANCO CENTRAL

Y LA POLÍTICA MONETARIA
DE PERÚ

TOMO I



HISTORIA DEL

BANCO

CENTRAL

Y LA POLÍTICA MONETARIA
DE PERÚ

TOMO I

MARCO VEGA
LUIS FELIPE ZEGARRA
Editores

CONTENIDO

Introducción	1
Capítulo 1: Oro, papel moneda y liquidez. Del patrón oro al cheque circular, 1901-21 (Luis Felipe Zegarra)	5
Capítulo 2: Los inicios de la banca central en el Perú: El Banco de la Reserva del Perú (Martín Monsalve y Diego Winkelried)	45
Capítulo 3: La Gran Depresión, la Misión Kemmerer y la creación del Banco Central de Reserva del Perú: 1929-1939 (Carlos Pereyra)	85
Capítulo 4: Dinero, déficits fiscales y precios durante la Segunda Guerra Mundial (Luis Felipe Zegarra)	123
Capítulo 5: Políticas Monetarias y Cambiarias durante 1945-1963 (Gonzalo Pastor)	165
Capítulo 6: Reformas económicas y la génesis de la inflación: 1963-1980 (César Martinelli y Marco Vega)	199
Capítulo 7: De la inflación moderada a la inflación inercial (Carlos Parodi)	255
Capítulo 8: Heterodoxia e hiperinflación (Eduardo Morón y Diego Winkelried)	283

INTRODUCCIÓN

El primer tomo de este esfuerzo colaborativo para producir la historia del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y de su política monetaria cubre el periodo que empieza con el advenimiento del siglo XX hasta 1990, año donde se produce un cambio de régimen de política económica en general y del BCRP en particular. La banca central en el Perú tiene su inicio con la fundación del Banco de la Reserva del Perú un 9 de marzo de 1922. A partir de este momento la historia económica del Perú está fuertemente ligada a la política económica gestada por el Banco Central tanto en los momentos aciagos como en los momentos de éxito.

En el primer capítulo, Luis Felipe Zegarra detalla el panorama monetario, la evolución de la actividad económica y la inflación a inicios del siglo XX, antes de que existiera el Banco Central. El periodo que va desde 1901 a 1921, tiene dos etapas diferenciadas. En la primera etapa, de 1901 a 1914, el Perú estuvo bajo el régimen monetario conocido como Patrón Oro, lo que implica que la base monetaria se movía de acuerdo con las variaciones en el *stock* de oro. Esta primera etapa representó, en general, una fase de estabilidad de precios.

La segunda etapa comprende el periodo 1914 a 1921 asociado a la crisis financiera de 1914. En este lapso, el Perú abandonó el Patrón Oro y permitió a los bancos emitir cheques circulares no redimibles en oro, y esa, además de incrementar la emisión fiduciaria, llevó a un incremento de la liquidez. Los precios también se elevaron, en este período, a mayores tasas que durante el patrón oro.

En el segundo capítulo de este Tomo, Martín Monsalve y Diego Winkelried abordan la creación del Banco de Reserva del Perú (BRP), una época marcadamente interesante por eventos mundiales como la Gran Guerra (1914-1918), la pandemia de la

Gripe Española de 1918, el desplazamiento de la Gran Bretaña como potencia mundial por los Estados Unidos de América (EE. UU.), la reconstrucción de Europa y la Gran Depresión de 1929.

Los autores relatan los hechos que llevaron a la fundación del BRP, presentando los elementos de política presentes en el periodo como la opción de volver al Patrón Oro o la importancia de conducir una política de expansión monetaria prudente frente al ciclo de expansión y caída de la actividad económica inherente a dicho periodo. Monsalve y Winkelried resaltan cómo la presión del Poder Ejecutivo para tomar las riendas de la autoridad monetaria estuvo presente desde esta etapa germinal.

En el Capítulo 3, Carlos Pereyra describe el periodo de convulsión en la historia económica peruana que va de 1929 a 1939. En este periodo se creó el BCRP a partir de la misión Kemmerer con el objetivo de lograr la estabilidad monetaria en un entorno de autonomía. La creación del BCRP partió en principio del sistema monetario de Patrón Oro pero que después cambió a un sistema fiduciario de facto.

En el periodo de moneda fiduciaria primaron otros objetivos, tales como el de responder a las exigencias de un mayor apoyo monetario al fisco, en un contexto inicial de deflación, y luego de la experiencia del patrón de oro. Particularmente, el Gobierno presionó al BCRP para proporcionar financiamiento más allá de la disciplina que indicaba la Ley Orgánica, especialmente ante los requerimientos de un mayor gasto en defensa. Hacia octubre de 1930, la situación fiscal era seriamente deficitaria: los ingresos no alcanzaban para atender los rígidos gastos administrativos del Gobierno y el servicio de la deuda; y las expectativas de obtener créditos externos se iban diluyendo. La historia del Banco Central muestra que este problema de fricción sobre política monetaria entre el Ejecutivo y el BCRP fue recurrente durante todo este siglo y hasta la Ley Orgánica actual.

En el Capítulo 4, Luis Felipe Zegarra analiza la política monetaria del Banco Central entre 1939 y 1945. En este período, el banco central no tenía el compromiso de mantener fijo el tipo de cambio y, por lo tanto, la oferta de dinero era exógena. En los treinta, el Banco Central había financiado parte del gasto público. En 1939-45, el Banco Central continuó financiando las necesidades del tesoro público. La expansión de la base

monetaria llevó a un aumento de la liquidez. Con la fuerte expansión de la liquidez y el lento crecimiento del PBI real, los precios siguieron una tendencia creciente, a pesar de la caída en la velocidad de circulación del dinero.

En el Capítulo 5, Gonzalo Pastor narra la evolución de la política monetaria y cambiaria durante el periodo 1945-1963. Dicho periodo fue testimonio del traspaso del sistema cambiario de tipo de cambio fijo heredado del tiempo de la guerra mundial, a un sistema cambiario de tipo de cambio dual flotante, que eventualmente fue solo de jure, mas no de facto debido a una fuerte intervención cambiaria del banco central, para finalmente transitar a una unificación cambiaria, la cual fue precedida por una abrupta devaluación de la moneda nacional a finales de 1959.

En el Capítulo 6, César Martinelli y Marco Vega narran la evolución de la política monetaria a través de dos tipos de gobierno. Uno civil que va desde 1963 a 1968 y el régimen militar que cubre el periodo 1968 hasta la entrega del poder a los civiles en 1980. Las reformas iniciadas por el gobierno de Belaúnde y radicalizadas en el primer gobierno militar necesitaron ser adecuadamente financiadas, pero en el contexto de un Estado con baja capacidad, en particular con insuficiencia de financiamiento. Esto condujo a la necesidad, cada vez más notoria, de emisión monetaria inorgánica.

Durante el régimen militar, ocurre el quiebre estructural sin igual en el BCRP. La política monetaria, que hasta ese momento había siempre logrado estabilizar la inflación a fuerza de mantener un equilibrio estratégico con el Ejecutivo, pasa ser totalmente dominado por el fisco. Es en este periodo donde la inflación – que antes tendía a revertir a una media – pasa tener un proceso persistentemente alcista soslayado por las autoridades puesto que proveer el crédito para sostener el crecimiento económico era la principal prioridad del Banco Central ya capturado.

En el Capítulo 7, Carlos Parodi estudia el periodo 1980 a 1985. Este periodo hereda el desorden monetario de la década del setenta y además enfrenta un entorno externo e interno claramente desfavorables. La Reserva Federal, con Paul Volcker a la cabeza había subido la tasa de interés para enfrentar el episodio inflacionario en medio de una estanflación mundial, lo que llevó a una apreciación internacional del dólar. Esto, combinado a la elevada deuda externa en Latinoamérica en general y particularmente en

Perú, forjó un escenario perverso. En este periodo se pasa de una inflación anual de dos dígitos a tres dígitos. Al igual que en episodios anteriores desde su creación, el BCRP tuvo una autonomía de jure, pero no de facto, lo que implicaba un continuo financiamiento de los déficits fiscales. Ello, sumado al régimen cambiario de minidevaluaciones mantenían y propulsaban el galopante proceso inflacionario.

En el Capítulo 8, Diego Winkelried y Eduardo Morón nos cuentan del periodo 1985-1990, el mismo que representa uno de los momentos más críticos de la historia económica del Perú. La situación de crisis económica recurrente intentó ser resuelta con un experimento heterodoxo parecido en el diseño al de planes de países vecinos donde se intentaba frenar los problemas inflacionarios sin respetar los equilibrios macroeconómicos básicos. El resultado de dicho experimento fue un episodio hiperinflacionario en el Perú. En el capítulo Winkelried y Morón explican las razones por las que se optó por esta “solución”, las razones de su fracaso y las consecuencias macroeconómicas y microeconómicas de la hiperinflación en el Perú.

CAPÍTULO 1

ORO, PAPEL MONEDA Y LIQUIDEZ. DEL PATRÓN ORO AL CHEQUE CIRCULAR, 1901-21

Luis Felipe Zegarra

1. Introducción

En 1898, el Perú creó la libra peruana como moneda de oro. Sin embargo, solo en 1901 la libra peruana de oro fue establecida como unidad monetaria, dando inicio al patrón oro.¹ En ese entonces, no existía todavía un banco central, que se creó en 1922, aunque la Casa Nacional de Moneda (CNM) acuñaba monedas de oro. Bajo este sistema, la liquidez estaba determinada, en gran medida, por el *stock* de oro. Además, en este período, los bancos no podían emitir billetes.

El estallido de la Primera Guerra Mundial, en 1914, llevó a un incremento en la demanda por circulante, ocasionando una severa crisis financiera. El Estado entonces autorizó la emisión fiduciaria por parte de los bancos, y de 1914 a 1921, los bancos fueron autorizados a emitir billetes, conocidos como cheques circulares. Estos billetes de banco no eran convertibles en oro.

¿Cómo evolucionaron los agregados monetarios entre 1901 y 1921? ¿Se produjo una expansión importante de la base monetaria y la liquidez en general? ¿Cuál fue la evolución del producto bruto interno (PBI) y los precios? ¿Tuvo la liquidez un efecto importante en la producción y los precios?

¹ El patrón oro es un régimen monetario, cuya unidad monetaria mantiene un tipo de cambio fijo con respecto al oro.

En este capítulo, mostramos que las existencias de oro aumentaron durante el periodo de vigencia del patrón oro (1901-14), en gran parte, debido a que las importaciones de oro superaron a las exportaciones del metal. Asimismo, los depósitos bancarios siguieron una tendencia creciente.

El PBI nominal creció a tasas menores que la liquidez, mientras que los precios crecieron a tasas de un dígito. Tras los bancos recibir la facultad de la emisión de papel moneda, la liquidez se expandió entre 1914 y 1921, que trajo como consecuencia que los precios subieron a mayores tasas que durante el patrón oro.

Para el análisis del presente capítulo, utilizamos información de varias fuentes: estadística oficial de flujos internacionales de oro, acuñación, depósitos, emisión de papel moneda, entre otras variables, y estimaciones del PBI y el deflactor del PBI².

El resto del capítulo se divide en cuatro secciones. Estudiaremos primero el período del patrón oro, entre 1901 y 1914. Luego, observaremos la crisis de 1914. Posteriormente, examinaremos el período de 1914-21, en que los bancos emitieron cheques circulares. En la última sección, esbozamos algunas conclusiones.

2. El patrón oro

En 1898, un decreto ley creó la libra peruana y determinó sus características.³ Desde ese momento, la libra peruana fue la “moneda peruana de oro”. Pero esta no era todavía oficialmente la unidad monetaria del Perú. Solo en 1901, una ley estableció a la libra peruana de oro como unidad monetaria del Perú.⁴ El patrón oro duró hasta agosto de 1914, cuando una ley autorizó la emisión de billetes bancarios, llamados cheques circulares, no convertibles en oro.

En esta sección, describiremos primero la legislación monetaria. Luego, analizaremos la evolución de la acuñación y los flujos internacionales de oro, así como otras fuentes de liquidez. Luego, evaluaremos la evolución del PBI real y los precios.

² El Extracto Estadístico del Perú es la principal fuente oficial que usamos. Esta publicación apareció anualmente, y contiene información de una gran cantidad de variables. En particular, empleamos el Extracto Estadístico del Perú, correspondiente a los años 1919, 1920, 1922 y 1928 (Ministerio de Hacienda y Comercio, 1919, 1922, 1924, 1929). Además, utilizamos las estimaciones de PBI nominal y real de Seminario (2015).

³ Decreto Ley de 19 de enero 1898. “Señalando las características de la moneda nacional de oro”

⁴ Ley 14 de diciembre de 1901. “Estableciendo disposiciones aplicables a la unidad monetaria de la República.”

El régimen monetario

Diversas monedas y billetes circularon en el Perú en el siglo XIX. Luego de la Independencia, siguió vigente el peso de ocho reales. Al mismo tiempo, el peso feble boliviano se usó en el país. En 1863, el Perú adoptó el sol de plata como moneda en reemplazo del peso. Desde inicios de la década de 1860, numerosos bancos emitieron billetes de banco, redimibles en metálico (Camprubí, 1957; Zegarra, 2013). Varios de los bancos emisores prestaron dinero al Gobierno en el decenio de 1870, sobre todo desde 1873⁵. Sin embargo, con la caída de las exportaciones y los desembolsos para financiar el gasto público, los bancos enfrentaron escasez de metálico. Por ello, el Gobierno suspendió, en 1875, la convertibilidad de los billetes: es decir, los bancos no tenían la obligación de convertir billetes a metálico. Dos años después, el billete bancario fue convertido en billete fiscal⁶.

Durante la Guerra con Chile (1879-83), aumentó la emisión de papel moneda para financiar las crecientes necesidades fiscales. El papel moneda empezó un proceso de depreciación, desde que fue declarado inconvertible en 1875, proceso que continuó con la mayor emisión de los años de la guerra. Al mismo tiempo, el Estado continuó acuñando monedas de plata, hecho que aumentó en los años de la década de 1890: Un sol de plata valía alrededor de 25 soles en papel moneda a fines de la década de 1880. La moneda de ese metal, sin embargo, se depreció con respecto al oro, debido a la caída en la cotización internacional de la plata, por lo que, se cuestiona si era conveniente mantener el sol de plata como unidad monetaria (Alfageme et al, 1992).

En ese contexto, el Gobierno dio los pasos para migrar hacia el patrón oro. En enero de 1898, el presidente de la República aprobó un decreto ley, que estableció las características de la moneda peruana de oro, la que se llamaría libra, y tendría un peso de 7,988 gramos, con una ley de 916 2/3 milésimos y un diámetro de 22 milímetros. En diciembre de 1901, una ley declaró la adopción de la libra peruana de oro como la unidad monetaria del Perú⁷, y se acuñarían, además, monedas de media libra. Las monedas de plata y cobre acuñadas, con sujeción a las leyes de 14 de febrero de 1863 y 30 de diciembre de 1872, serían monedas fraccionarias de la libra de oro, en la relación de 10

⁵ Desde 1873, el Gobierno dictó decretos que otorgaban beneficios a los bancos emisores que le prestaran dinero a aquel.

⁶ Es decir, el Estado asumió la obligación de convertir eventualmente los billetes en metálico.

⁷ Esta moneda estaba compuesta de once partes de oro y una de cobre.

soles por una libra peruana de oro⁸. De acuerdo con la ley, solo la libra peruana de oro tenía “poder cancelatorio”⁹. Además, nadie estaba obligado a recibir más de 100 soles en monedas de plata ni más de 10 centavos en monedas de cobre. Esta ley dio inicio al patrón oro en el Perú.¹⁰

Como se dijo, hasta antes de 1922, el Perú no tenía un banco central dado que el Banco de Reserva se creó recién en 1922, y el Banco Central de Reserva se fundó en 1931. Además, en ausencia de bancos que emitiesen papel moneda, la base monetaria estaba entonces constituida solamente por monedas de oro. El caso peruano fue similar al de otros países en la región. En América Latina, los bancos centrales se instauraron después de 1920. En Argentina, por ejemplo, el Banco Central de la República de Argentina se estableció en 1935. En México, Chile, Colombia y Uruguay, los bancos centrales se establecieron en los decenios de 1920 y 1930. Además, el Perú adoptó el patrón oro en un período en el que otros países de la región también lo hicieron.

El Perú carecía de una legislación bancaria. La normativa de los años de la década de 1870 hacía referencia a la emisión de billetes bancarios, los cuales fueron convertidos a billetes fiscales en 1877. Solo el Código de Comercio de 1902 imponía ciertas restricciones a los bancos. Según dicho código, los bancos debían mantener reservas en metálico, equivalentes al menos en 25% de sus obligaciones con el público, y tenían que publicar periódicamente sus balances generales. No existía pues ley que regulase la actividad bancaria.

El Perú estuvo bajo el régimen de patrón oro hasta agosto de 1914. Dada la legislación, uno esperaría que la cotización del oro en libras peruanas se haya mantenido relativamente estable. La evidencia muestra que ese fue el caso. En 1901, un gramo fino de oro costaba 0,147 libras peruanas, y en los siguientes años, el precio del oro no cambió de manera significativa. Entre 1902 y 1913, el valor de un gramo fino de oro se mantuvo entre 0,147 y 0,153 libras.

⁸ De acuerdo con la Ley de 1863, la unidad monetaria era el sol, con un peso de 25 gramos y un diámetro de 37 milímetros. La ley era de 9 décimos fino. La misma Ley establecía que podían acuñarse monedas de oro. La moneda de 10 soles de oro, por ejemplo, tendría un peso de 32,258 gramos y un diámetro de 35 milímetros. La ley de las monedas de oro era de 9 décimos fino.

⁹ Nadie podía ser obligado a aceptar monedas o billetes diferentes a las libras peruanas de oro para montos por encima de 100 soles.

¹⁰ Puede haber debate con respecto al inicio del patrón oro. Si se considera que la creación de una moneda de oro basta para que haya patrón oro, entonces el patrón oro inició en 1898. Si se considera que la moneda de oro debe ser la única moneda oficial (que sea la única con poder cancelatorio), entonces el patrón oro inició en 1901.

Dado que el dólar y la libra esterlina también se encontraban bajo el patrón oro, el tipo de cambio entre la libra peruana y esas monedas se mantuvo relativamente constante. En 1901, la cotización del dólar fue 0,21 libras peruanas. Entre 1902 y 1913, el tipo de cambio se conservó entre 0,205 y 0,21 libras peruanas por dólar. Similarmente, el precio de la libra esterlina se preservó relativamente constante. En particular, en el periodo 1901-13, el valor de la libra esterlina estuvo entre 0,98 y 1,01 libras peruanas.

La CNM era la entidad encargada de acuñar monedas, por lo que esta recibía oro proveniente de la producción nacional, chafalonía, importación de pastas y monedas extranjeras. La CNM acuñó monedas de oro que circularon entre el público, y que eran usadas como reservas por los bancos. El país tenía ingresos de oro superiores a sus egresos, lo que llevó al aumento de la base monetaria.

Acuñación, flujos internacionales de oro y liquidez

Para esta etapa, se tienen cifras oficiales de solamente algunas cuentas monetarias, como la información de depósitos. Asimismo, se tiene información de acuñación de monedas de oro, y del flujo de exportaciones e importaciones de oro. Lamentablemente, se carece de información oficial sobre el *stock* de oro. Aun así, con las cifras de acuñación de monedas de oro y de las exportaciones e importaciones de oro, se puede tener una noción sobre el posible crecimiento o caída de las existencias de oro.

El Perú importó y exportó oro entre 1898 y 1914 (Cuadro 1-1). En 1898, se importó oro en monedas y pasta por un valor de 137 mil libras peruanas. Un año después, las importaciones de oro llegaron a 96 mil libras peruanas. En 1900, se importaron monedas de oro por un valor de 377 mil libras, pero ya no oro en pasta. En 1901, no hubo registro de importaciones de oro. En los siguientes años, las importaciones anuales de oro estuvieron entre 370 mil y 580 mil libras peruanas. En 1908, las importaciones de oro disminuyeron a 40 mil libras peruanas. Entre 1909 y 1910, sin embargo, dichas importaciones aumentaron, llegando a más de medio millón de libras en 1910. En 1911 y 1912, las importaciones de oro se redujeron, llegando a poco menos de 100 mil libras en 1912. En 1913 y 1914, las importaciones anuales de oro estuvieron entre 120 mil y 140 mil libras peruanas.

Por otro lado, las exportaciones de oro fueron solo 6 200 libras peruanas en 1898. En los siguientes dos años, las exportaciones anuales de oro incluso fueron menores que 5 000 libras. Las exportaciones de oro, empero, subieron a 30 mil libras en 1901. En 1902,

sin embargo, las exportaciones cayeron a solo 1 300 libras. En 1903-04, las exportaciones anuales estuvieron entre 14 mil y 22 mil libras; y en 1905-06, las exportaciones anuales se recuperaron más y encontraron entre 65 mil y 78 mil libras. Después de reducirse a solo 2 000 libras en 1907, las exportaciones de oro subieron a casi 100 mil libras en 1908. En los sucesivos cuatro años, las exportaciones de oro se hallaron por debajo de 10 mil libras. Entre 1913 y 1914, las exportaciones estuvieron entre 30 mil y 60 mil libras.

Entre 1898 y 1914, usualmente, las importaciones anuales de oro superaron las exportaciones, dado que, en este período, solo en dos años, las exportaciones de oro superaron a las importaciones. En total, las importaciones netas de oro (importaciones de oro menos exportaciones de oro) en 1898-1914 fueron 3,9 millones de libras peruanas. Las importaciones netas de oro disminuyeron de 130 mil libras en 1898 a 94 mil libras en 1899, pero crecieron luego a 373 mil libras en 1900. En 1901, las exportaciones de oro fueron mayores que las importaciones por un monto de 30 mil libras. En los siguientes tres años, las importaciones de oro superaron, de nuevo, a las exportaciones. Las importaciones netas de oro llegaron a 403 mil libras en 1904. En 1905-07, las importaciones netas de oro se encontraron entre 340 mil y 512 mil libras peruanas. En 1908, las exportaciones superaron a las importaciones de oro en 57 mil libras. Luego, las importaciones netas de oro estuvieron entre 130 mil y 511 mil libras peruanas en 1908-10, y entre 68 mil y 110 mil libras peruanas en 1911-14.

El hecho de que las importaciones netas de oro hayan sido positivas, con frecuencia, en 1898-1914 se puede explicar, en parte, por el resultado de la balanza comercial. En este período, con excepción de 1904, las exportaciones totales de Perú fueron siempre mayores que las importaciones totales. En 1898, las exportaciones peruanas fueron tres millones de libras, y las importaciones llegaron a 1,9 millones: el superávit comercial fue 1,1 millón de libras, que luego subió a 2,2 millones de libras en 1900. Este indicador, empero, tuvo una tendencia decreciente en los siguientes cuatro años. En 1904, el Perú incurrió en un déficit comercial de 290 mil libras. En 1905, sin embargo, el Perú logró nuevamente un superávit comercial, esta vez de 1,4 millones de libras. Este último disminuyó, luego, a poco menos de 700 mil libras en 1906, y se encontró entre 200 y 230 mil libras en 1907 y 1908. En 1909, el superávit comercial aumentó rápidamente, llegando a 2,2 millones de libras. Este indicador se mantuvo en alrededor de dos millones de libras en 1910 y 1911 y aumentó a 4,3 millones en 1912. En 1913 y 1914, el superávit comercial se conservó en niveles históricamente altos: tres millones de libras en 1913 y 3,9 millones en 1914. La balanza comercial no fue

ciertamente la única fuente de ingresos de oro al país. Sin embargo, contribuyó a que, durante el patrón oro, las importaciones de oro, en pasta y monedas, hayan superado a las exportaciones de este metálico.

Es importante mencionar que, bajo el patrón oro, la balanza de pagos y los flujos de metálico no son exógenos al mercado monetario. En teoría, si se producía un desequilibrio en el mercado monetario, los precios internos serían afectados, lo que impactaría a la balanza comercial y los flujos internacionales de metálico. Si se producía un *boom* de exportaciones que implicaba el ingreso fuerte de metálico, entonces los precios internos subirían. Bajo el patrón oro, la mayor inflación interna llevaría a una pérdida de competitividad, al aumento de las importaciones o a la caída de las exportaciones, con el consiguiente ajuste de los flujos internacionales de metálico. El hecho de que las importaciones netas de oro hayan sido, usualmente, positivas es consistente con (y, de hecho, puede haber respondido a) un crecimiento de la demanda por dinero. En ausencia de un ente emisor, la creciente demanda por dinero habría llevado a una presión descendente de los precios, lo que habría contribuido a un superávit comercial, y a un flujo positivo de divisas, en este caso oro.

Cuadro 1-1

Acuñaación y flujos internacionales de oro (miles de libras peruanas)

	Importación de oro			Exportación de oro			Importaciones netas de oro			Oro ingresado a Casa Nac de Moneda					Acuñaación de moneda peruana
	Monedas	Pasta	Total	Monedas	Pasta	Total	Monedas	Pasta	Total	Prod.			Mon. ext.		
										Total	Nac.	Chaf.	Imp.	ext.	
1898	136.2	0.3	136.5	0.0	6.2	6.2	136.2	-5.9	130.3						40.1
1899	96.0	0.0	96.0	0.5	1.7	2.3	95.5	-1.7	93.7						33.8
1900	377.0	0.0	377.0	4.0	0.0	4.0	373.0	0.0	373.0						63.5
1901	0.0	0.0	0.0	13.0	17.4	30.4	-13.0	-17.4	-30.4						81.2
1902			81.8	0.3	1.0	1.3	-0.3	-1.0	80.5						92.3
1903			372.5	22.1	0.0	22.1	-22.1	0.0	350.4						111.6
1904			417.0	14.0	0.0	14.0	-14.0	0.0	403.0						86.2
1905	270.9	148.6	419.6	77.7	0.0	77.7	193.3	148.6	341.9	225.1	60.8	10.3	0.7	153.3	182.0
1906	537.5	39.7	577.2	65.1	0.1	65.1	472.5	39.6	512.1	190.0	127.8	6.7	0.4	55.1	221.0
1907	352.7	117.3	470.1	2.0	0.0	2.0	350.8	117.3	468.1	210.4	85.6	4.9	0.6	119.3	204.6
1908	32.6	7.5	40.1	96.3	0.3	96.6	-63.7	7.2	-56.5	134.8	105.9	5.2	0.2	23.5	144.7
1909			146.3	9.1	0.0	9.1			137.2	46.9	40.5	2.5	0.1	3.9	52.6
1910			513.1	1.8	0.0	1.8			511.3	54.1	40.1	3.5	0.4	10.0	52.9
1911			282.6	0.0	0.0	0.0			282.6	58.2	42.8	5.2	0.5	9.7	54.7
1912			98.8	0.6	0.0	0.6			98.2	73.1	51.1	3.2	0.2	18.6	65.8
1913			127.0	58.6	0.6	59.2			67.8	75.8	69.4	3.0	0.0	3.4	79.0
1914			140.7	31.8	0.0	31.8			109.0	124.7	94.6	4.0	24.6	1.6	124.3
1915	1.1	1.5	2.5			0.0	1.1	1.5	2.5	101.4	94.8	4.8	1.5	0.3	92.0
1916	326.1	622.7	948.9			0.0	326.1	622.7	948.9	716.1	91.6	1.4	622.7	0.4	582.5
1917	545.0	2,230.1	2,775.1			0.0	545.0	2,230.1	2,775.1	2,346.2	85.3	1.5	2,259.0	0.4	1,930.5
1918	73.9		73.9			0.0	73.9	0.0	73.9	98.0	89.6	4.0	1.7	2.7	602.6
1919	300.0		300.0			0.0	300.0	0.0	300.0	755.6	126.8	1.8	627.1	0.0	737.7
1920	53.3	648.4	701.7			0.0	53.3	648.4	701.7	111.9	107.5	0.2	0.1	4.0	166.7
1921	0.5		0.5			0.0	0.5	0.0	0.5	32.3	31.7	0.5	0.1	0.0	43.1

Nota: El cuadro reporta los flujos internaciones de oro, el oro ingresado a la Casa Nacional de Moneda para acuñaación y la acuñaación de monedas de oro. La información proviene del Ministerio de Hacienda y Comercio (1929). Prod. Nac = Producción Nacional, Chaf = Chafalonía. Imp = Importación, Mon. Ext = Monedas extranjeras.

Parte de las importaciones netas de oro ingresaron a la CNM para la acuñación de libras peruanas de oro. En 1905, por ejemplo, las importaciones netas de monedas de oro fueron 193 mil libras peruanas. Ese año, entraron monedas a la CNM por un valor de 153 mil libras peruanas. Es decir, alrededor de 40 mil libras peruanas en monedas de oro fueron importadas por el Perú, pero no a la CNM. Las importaciones netas de oro, absorbidas por la CNM o no, contribuían al aumento del *stock* de oro en la economía. En la práctica, dada la paridad cambiaria entre la libra peruana y monedas extranjeras (en particular, el dólar y la libra esterlina), es probable que las monedas extranjeras hayan circulado en la economía o se hayan utilizado como reservas por los bancos.

En este periodo, la CNM acuñó monedas de oro, y en 1898, año en que se creó la libra peruana de oro, se acuñaron 40 mil libras en monedas de oro. En 1900, la acuñación de monedas de oro llegó a 63 mil libras. En 1901, año en que la libra peruana de oro fue declarada como la unidad monetaria del Perú, la acuñación fue 81 mil libras. La acuñación luego aumentó en 1902 y 1903, disminuyó en 1904, pero volvió a crecer en 1905 y 1906. En 1906, la acuñación llegó a un pico de 221 mil libras. Mientras que, en los siguientes años, la acuñación se redujo. En 1909-13, la acuñación anual fue siempre menor que 100 mil libras. En 1914, la acuñación fue 124 mil libras, mayor que en 1909-13, pero inferior que en 1905-08.

Oficialmente, el oro captado por la CNM era clasificado en cuatro rubros: producción nacional, chafalonía, importación y monedas extranjeras. La comparación de esas cifras con las importaciones de oro muestra que el rubro “importación” corresponde a la importación neta de oro en pasta. La evidencia sugiere que, prácticamente, toda la importación de oro en pasta que ingresó a la CNM fue para acuñar monedas de oro. La evidencia también sugiere que gran parte de la importación neta de monedas de oro no entró a la CNM. Por ejemplo, en 1916 se importaron en términos netos 326 mil libras en monedas extranjeras, pero la CNM solo contabilizó 4 000 libras en monedas extranjeras.

La acuñación de monedas de oro fue posible por la entrada de oro, y la producción nacional del metal. En 1905, 225 mil libras peruanas en oro se canalizaron a la CNM. De ellas, 153 mil libras correspondieron a monedas extranjeras y 61 mil libras a producción nacional. En 1910, se registró el ingreso de 54 mil libras peruanas en oro a la CNM. De ellas, 10 mil libras correspondieron a monedas extranjeras y 40 mil a producción nacional. La mayor acuñación se dio entre 1905 y 1908, años en los que se produjo la importación de grandes volúmenes de oro, tanto en moneda como en pasta.

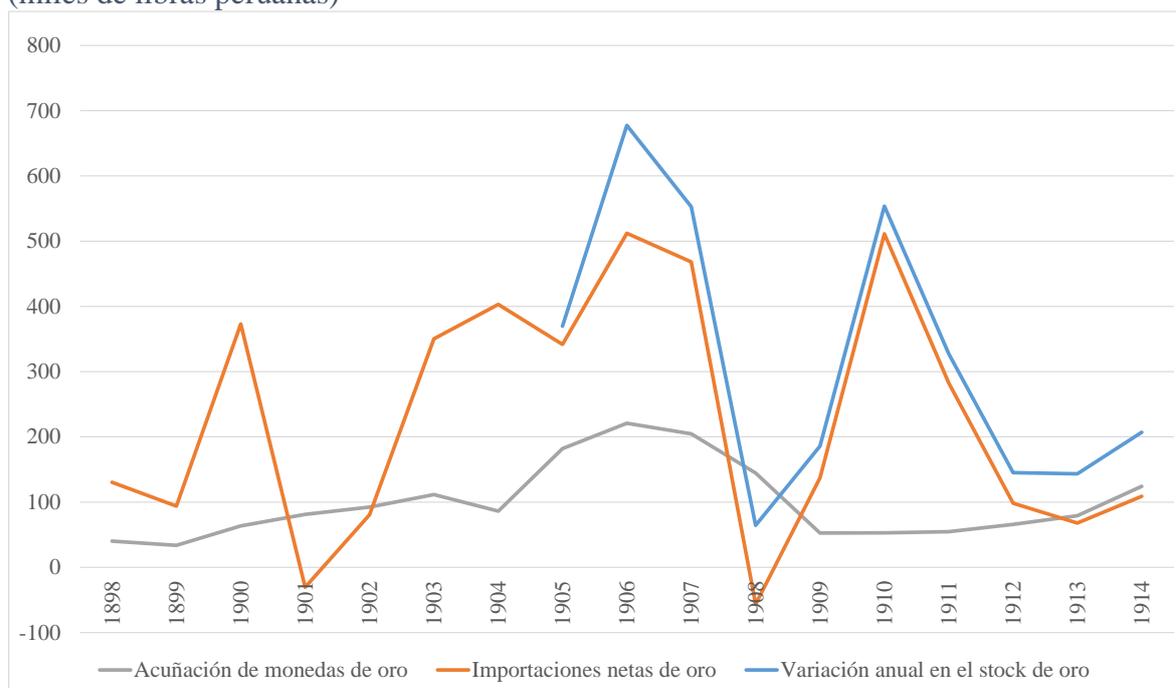
No contamos con información oficial del *stock* de oro para este período. Sin embargo, con las cifras de acuñación y las exportaciones e importaciones de oro, se puede estimar la variación en la existencia de oro en la economía peruana. Estimamos la variación anual en el *stock* de oro, como la suma de la acuñación de monedas de oro, por parte de la CNM, y las importaciones netas de oro que no ingresaron a la CNM. Las importaciones netas de oro que no entraron a la CNM son estimadas como las importaciones netas de oro del Perú menos el monto de oro que puso la CNM bajo los rubros “importación” y “monedas extranjeras”.

De acuerdo con nuestras estimaciones, el *stock* de oro siempre aumentó entre 1905 y 1914 (Gráfico 1-1): en 1905, aumentó en 370 mil libras peruanas y un año después, las existencias de oro subieron en 678 mil libras peruanas. En 1907, el *stock* de oro se elevó en más de 550 mil libras, pero un año después, la variación fue menor y se incrementó en 64 mil libras. El *stock* de oro luego aumentó en 186 mil libras en 1909 y 554 mil libras en 1910, mientras que, en 1910, volvió a crecer, aunque en un monto menor: lo hizo en 327 mil libras. En 1911-14, el *stock* de oro aumentó anualmente entre 140 mil y 210 mil libras peruanas.

En este período, no existía banco central en Perú y los bancos privados no podían emitir billetes. La base monetaria dependía del *stock* de oro en la economía. Es posible que el público haya usado, además, otras monedas metálicas y billetes de banco del siglo XIX para transacciones, sobre todo en zonas donde escaseaban las monedas de oro. Desafortunadamente, no se tiene información sobre la magnitud de otras monedas o billetes en circulación. Sin embargo, para este período cuando el Perú se encontraba bajo el patrón oro, la base monetaria posiblemente dependía, principalmente, de existencias de oro en la economía.

Gráfico 1-1

Acuñaación, importaciones netas de oro y variación anual en el stock de oro, 1898-1914
(miles de libras peruanas)



Nota: La variación anual en el stock de oro fue calculado como la suma de la acuñaación de monedas de oro y las importaciones netas de oro que no ingresaron a la CNM. La información de acuñaación de monedas de oro y flujo internacional de oro proviene del Ministerio de Hacienda y Comercio (1929).

La liquidez es la suma del circulante en manos del público y de los depósitos, aunque solo existen cifras oficiales sobre el segundo de los componentes (Cuadro 1-2). Así, los depósitos del público en el sistema financiero se incrementaron de manera sostenida en el periodo 1901-08, disminuyeron ligeramente en 1909, y luego volvieron a elevarse hasta 1913. Después, los depósitos se acrecentaron de 1.8 millones de libras en 1901 a 4,5 millones en 1908, mientras que en 1909 descendieron a 4,39 millones de libras, para recuperarse en 1910, cuando volvieron a subir, llegando a 5,8 millones de libras. En los siguientes tres años, los depósitos mantuvieron una tendencia positiva y sumaron 8,3 millones de libras. En 1914, sin embargo, los depósitos cayeron de manera significativa a 5,5 millones de libras, por debajo del nivel alcanzado en 1911. Las colocaciones en el sistema bancario siguieron una tendencia parecida a los depósitos: crecieron continuamente en 1899-1909, bajaron en 1910, volvieron a crecer en 1911-13, y se deprimieron una vez más en 1914.

La variación en los depósitos y en el *stock* de oro siguió una tendencia parecida. La variación en los depósitos aumentó de 1904 a 1905, disminuyó en los siguientes dos años, se incrementó ligeramente en 1908, pero volvió a reducirse en 1909. Similar

comportamiento tuvo entre 1910 y 1911, así como entre 1912 y 1913. Por su parte, la variación anual en las existencias de oro aumentó de 1905 a 1906, disminuyó hasta 1908, se recuperó en los siguientes dos años, y luego volvió a disminuir hasta 1913. Tanto en el caso de la variación en los depósitos como en el de la variación en el *stock* de oro, se produjo una caída entre 1905-06 y 1908-09, para luego ascender alrededor de 1910. Asimismo, los depósitos y el *stock* de oro avanzaron en menor magnitud en 1913 que en 1910.

Por lo tanto, el *stock* de oro estuvo correlacionado con los depósitos. Esto no es sorprendente dado que, bajo el patrón oro, este metal constituía un elemento importante de las reservas de los bancos. De hecho, de acuerdo con el Código de Comercio de 1902, los bancos debían mantener reservas en metálico equivalentes, al menos, a 25% de sus obligaciones con el público. En la medida en que los bancos acumulaban reservas de oro, estaban en capacidad de producir más dinero bancario. Los depósitos, por lo tanto, se acrecentaron más rápidamente cuando el *stock* de oro aumentó a mayor ritmo.

Cuadro 1-2

Dinero, crecimiento económico e inflación

Variación en stock de oro (m.l.p)	Depósitos			Colocaciones			PBI nominal		PBI real		Deflactor del PBI		
	Total (m.l.p)	Variación (m.l.p)	Tasa de crec. (%)	Total (m.l.p)	Variación (m.l.p)	Tasa de crec. (%)	Índice (1898=100)	Tasa de crec. (%)	Índice (1898=100)	Tasa de crec. (%)	Índice (1898=100)	Tasa de crec. (%)	
1898	1,480			1,280			100.0		100.0		100		
1899	1,558	78	5.29	1,467	187	14.60	101.0	1.0	104.2	4.2	96.9	-3.1	
1900	1,774	216	13.84	1,735	269	18.32	110.5	9.4	111.0	6.5	99.5	2.7	
1901	1,929	155	8.73	1,925	189	10.92	115.2	4.3	117.8	6.1	97.8	-1.7	
1902	2,249	321	16.62	2,277	352	18.31	121.6	5.6	121.7	3.3	99.9	2.1	
1903	2,638	389	17.28	2,585	308	13.50	130.5	7.3	128.2	5.3	101.8	1.9	
1904	2,727	89	3.37	2,587	3	0.10	141.2	8.2	131.9	2.9	107.0	5.2	
1905	370	3,274	548	20.08	2,891	304	11.73	152.4	7.9	143.4	8.7	106.3	-0.7
1906	678	3,759	485	14.80	3,487	596	20.60	159.1	4.4	152.3	6.2	104.4	-1.7
1907	553	4,035	275	7.33	4,124	637	18.27	167.0	5.0	163.1	7.1	102.4	-2.0
1908	64	4,366	331	8.21	4,358	234	5.68	167.0	0.0	163.8	0.4	102.0	-0.4
1909	186	4,267	-98	-2.25	4,052	-306	-7.02	184.9	10.7	168.1	2.7	110.0	7.8
1910	554	5,630	1,363	31.93	4,768	717	17.69	188.4	1.9	174.5	3.8	108.0	-1.8
1911	327	6,378	748	13.28	5,379	611	12.81	191.8	1.8	185.4	6.3	103.4	-4.2
1912	145	7,664	1,286	20.17	6,389	1,010	18.78	208.4	8.6	185.8	0.2	112.2	8.4
1913	143	8,108	444	5.79	6,613	224	3.50	196.8	-5.5	193.2	4.0	101.9	-9.2
1914	207	5,374	-2,734	-33.72	6,149	-464	-7.02	206.9	5.1	195.6	1.3	105.8	3.8
1898-1900			9.5			16.4		5.1		5.4		-0.3	
1900-1905			13.0			10.7		6.6		5.3		1.3	
1905-1910			11.4			10.5		4.3		4.0		0.3	
1910-1913			12.9			11.5		1.5		3.5		-1.9	
1910-1914			-1.2			6.6		2.4		2.9		-0.5	
1900-1914			8.2			9.5		4.6		4.1		0.4	
1900-1913			12.4			10.8		4.5		4.4		0.2	

Nota: El cuadro reporta la variación en el *stock* de oro, los depósitos bancarios, las colocaciones, el PBI nominal, PBI real y el deflactor del PBI. Los depósitos abarcan el total de los bancos del Perú. La información de depósitos y colocaciones proviene del Ministerio de Hacienda y Comercio (1929). La información de PBI nominal en dólares y PBI real procede de Seminario (2015). Para obtener el PBI nominal en soles, se utilizó el tipo de cambio entre el sol y el dólar del Ministerio de Hacienda y Comercio (1929). Para el cálculo de la variación en el *stock* de oro, ver el texto. m.l.p = miles de libras peruanas.

Dinero, PBI y precios

El *stock* de oro siguió una tendencia positiva en 1900-14. Los depósitos mostraron una tendencia creciente en 1900-13, y cayeron luego en 1914. Si la liquidez subió de manera sostenida entre 1900 y 1913, se esperaría que el PBI nominal también lo haya hecho, a menos que la velocidad de circulación del dinero hubiera decrecido a tasas mayores que el crecimiento de la liquidez - que es lo que sucedió efectivamente.

Calculamos el PBI nominal usando las estimaciones de PBI en dólares corrientes de Seminario (2015), y la información del tipo de cambio del Ministerio de Hacienda y Comercio (1929). De acuerdo con nuestros cálculos, si bien el PBI nominal solo se elevó en 1% en 1899, habría tenido una mejora drástica un año después, cuando lo hizo en 9,4%. En 1901-07, la tasa de crecimiento del PBI nominal estuvo entre 4% y 8%. El PBI nominal se mantuvo constante en 1908, pero se elevó hasta en 10,7% al año siguiente, la mayor tasa de crecimiento en 1899-1914. El PBI nominal creció en casi 2% en 1910-11 y 8,6% en 1912. En 1913, sin embargo, el PBI nominal cayó en 5,5%, el único año del periodo 1899-1914 en que se redujo dado que en 1914 se recuperó hasta un nivel de 5,1%. En términos generales, en dicho lapso, el PBI nominal tuvo una tendencia positiva. De esta forma, el PBI nominal creció en 6,2% promedio anual en 1898-1905, y en 3,5% promedio anual en 1905-14.

Los datos demuestran que los depósitos bancarios se incrementaron a mayor ritmo que el PBI nominal. En 1900-05, los depósitos se elevaron en 13% promedio anual, mientras que el PBI nominal lo hizo en 6,6% promedio anual. En 1905-10, los depósitos y el PBI nominal escalaron a menores tasas. En particular, las tasas anuales de crecimiento fueron 11,4% para los depósitos bancarios y 4,3% para el PBI nominal. En 1910-13, los depósitos y el PBI nominal subieron, como promedio anual, en 12,9% en 1,5%, respectivamente¹¹. En 1914, año de crisis y de transición del patrón oro a un régimen de papel moneda inconvertible, los depósitos bancarios cayeron, pero el PBI nominal ascendió. Si la liquidez siguió de cerca la tendencia de los depósitos, entonces la primera también se habría expandido a tasas por encima del PBI nominal, excepto en 1904, 1909

¹¹ En promedio, en 1900-13, los depósitos subieron en 12,4% promedio anual y el PBI nominal lo hizo en 4,5% promedio anual. Mientras tanto, en 1900-14, los depósitos aumentaron en 8,2% promedio anual y el PBI nominal repitió ese comportamiento al subir en 4,6% promedio anual.

y 1914. Sin embargo, la velocidad de circulación del dinero se habría reducido en la mayor parte de este período.¹²

El PBI real siguió una tendencia creciente entre 1900 y 1914.¹³ En todo este período, el crecimiento del PBI real tuvo tasas positivas,¹⁴ de modo que su nivel mínimo fue 0,2% en 1912, remontando hasta 8,7% en 1905. Así, el PBI real creció en 5,3% como promedio anual entre 1898 y 1905 y en 3,5% entre 1905 y 1914.

Las estadísticas indican entonces que, en algunos años, los precios subieron; y en otros disminuyeron. El deflactor del PBI cayó en 3,1% en 1899, pero aumentó en 2,7% en 1900. El deflactor bajó de nuevo en 1901, pero resurgió en 1902, 1903 y 1904. En 1905-08, los precios descendieron. El deflactor luego creció en 7,8% en 1909. En los siguientes dos años, sin embargo, el deflactor del PBI volvió a retroceder. El deflactor del PBI se amplió, en promedio anual, solo 0,4% en 1898-1914, en 0,9% entre 1898 y 1905; aunque descendió en 0,1% entre 1905 y 1914. Este fue un período de relativa estabilidad de precios.

Los precios al consumidor, por su lado, se elevaron en 1901, para luego bajar en 1902 y luego hubo inflación durante seis años seguidos. Entre 1902 y 1908, los precios al consumidor se encarecieron en 66%, equivalente a una inflación promedio anual de 8,8%. Desde entonces, y por algunos años, dichos precios siguieron una tendencia errática. En 1909 y 1910, estos disminuyeron; después crecieron en 1911, pero volvieron a declinar en 1912. En 1913 y 1914, los precios subieron nuevamente. En 1914, sin embargo, los precios se encontraban por debajo de los observados en 1908.

No sorprende que la inflación haya sido relativamente baja en este período. Bajo el patrón oro, la oferta de dinero es endógena a la demanda por dinero, es decir, que las entidades bancarias atienden la necesidad de créditos de parte de las familias y las empresas. En teoría, si se produce un excesivo crecimiento de la oferta de dinero (ya sea

¹² No obstante, tal como veremos en las siguientes líneas, la caída en la velocidad de circulación del dinero habría sido insuficiente para llevar a un descenso en los precios.

¹³ Estas cifras provienen de Seminario (2015). No existen cifras oficiales de PBI para este período. Sin embargo, estimaciones de PBI de Seminario (2015) sugieren que la economía experimentó crecimiento en los 1900 y principios de los 1910.

¹⁴ La tasa de crecimiento del PBI real aumentó de 4,2% en 1899 a 6,5% en 1900, se mantuvo por encima de 6% en 1901, y disminuyó a 3,3% en 1902. En 1903, se recuperó a 5,3%. Un año después, empero, la tasa de crecimiento de este indicador decreció a 2,9%, aunque volvió a escalar a 8,7% en 1905. En 1906 y 1907, el PBI real creció en más de 6%. En 1908-10, el PBI se elevó entre 0,4% y 3,8%. En 1911, el PBI creció en 6,3%, luego se expandió en solo 0,2% en 1912, pero aumentó a 4% y 1,3% en 1913 y 1914. Por lo tanto, la economía peruana tuvo diferentes tasas de crecimiento en ese período, pero el desempeño del PBI real fue siempre positivo.

por el aumento de la acuñación de metálico o de los depósitos bancarios), se produce una presión alcista en los precios internos (por un aumento del consumo). El país, además, pierde competitividad frente al resto del mundo, lo que incrementa las importaciones y desalienta las exportaciones. La economía, entonces, experimenta una salida de metálico que, a su vez, reduce la oferta de dinero.

Retomando el factor del oro, se tiene registro para el período 1900-14 que la evolución del *stock* de dicho metal estuvo en función de los flujos internacionales de oro. Bajo el patrón oro, uno esperaría que la liquidez esté correlacionada con las existencias de oro. Consistentemente, la variación en los depósitos también se relacionó con la tendencia de los cambios del *stock* de oro: hasta 1913, el *stock* de oro aumentó siempre y los depósitos aumentaron casi siempre, con excepción de 1909. En paralelo, durante este período, la inflación no fue elevada: la tasa inflacionaria fue menor que 10% todos los años.

Como promedio anual en 1900-13, el PBI real se expandió en poco más de 4,4%, mientras que el incremento de los depósitos de 12,4%, no fue tan alto como para generar inflación. No contamos con información de circulante en manos del público. Sin embargo, si la liquidez estuvo vinculada a la evolución de los depósitos, entonces, la velocidad de circulación del dinero habría caído en algunos puntos (contrarrestando, parcialmente, el alza de la liquidez).

3. La crisis de 1914

Tras varios años de relativa estabilidad macroeconómica, el Perú enfrentó una crisis en 1914, la primera crisis financiera del Perú en el siglo XX. El estallido de la Primera Guerra Mundial alteró el comercio internacional, dado que esta interrumpió los flujos comerciales (Zegarra, 2014). Ello se tradujo en una caída en el comercio exterior a nivel mundial por lo que, en el Perú, este fenómeno también ocurrió. Las exportaciones peruanas cayeron de 9,1 millones de libras en 1913 a 8,7 millones en 1914, mientras que las importaciones se redujeron de 6 millones de libras en 1913 a 4,8 millones en 1914. Además, la guerra llevó a la interrupción de los pagos internacionales, especialmente de las letras contra Londres (Luna, 1989).

El Banco del Perú y Londres experimentó severas pérdidas debido a la abrupta caída en las cotizaciones de los valores bursátiles.¹⁵ El banco había invertido un gran capital en acciones cuyo precio descendió significativamente como las de Empresas Eléctricas Asociadas, la Compañía Peruana de Vapores, la Compañía Recaudadora, y el Credit Foncier, entre otras. La conexión del banco con Londres y París significó un problema adicional, en momentos en que colapsó el sistema crediticio internacional — centrado en la capital del Reino Unido— y se deterioró la situación económica de Francia. Más aún, el banco sufrió la parálisis intempestiva de su capacidad para obtener fondos en el extranjero. El 31 de julio de 1914, los directores del banco recibieron telegramas de sus corresponsales más importantes (Anglo South American Bank y Grace Brothers en Londres, Sociéte Générale, Banque Française y E. Ayulo en París, Swiss Bankverein, y M. M. Warburg en Hamburgo), comunicándole la cancelación de líneas de crédito. Para ahondar los problemas del banco, los importadores y comerciantes (importantes clientes del banco) fueron muy afectados por el inicio de la guerra en Europa. Todos estos factores generaron enormes problemas al Banco de Perú y Londres, aunque la mayor dificultad estuvo dada por la caída en los ingresos del Estado, dado que los préstamos al Gobierno y a la compañía recaudadora de impuestos se habían convertido en áreas de actividad intensa por parte del banco. Así, los ingresos fiscales cayeron de 3,6 millones de libras en 1913 a 3,1 millones en 1914.

Además, llegaban noticias de cierre de bolsas en casi todos los países y de corridas sobre los bancos, lo que aumentaba el temor de una similar en el Perú (Bardella, 1964). El 1 de agosto de 1914, llegó la noticia de una corrida financiera al Banco Alemán en Santiago de Chile, que desmintió la noticia, pero no pudo contrarrestar la preocupación de parte del público, cuya gran parte solicitó el retiro de sus fondos. En la medida en que los depositantes se dispusieron a sacar sus depósitos del Banco Alemán, algunos temieron la posibilidad de una corrida bancaria sistémica (Estela, 1999, pp. 53-54)

Ante el temor a una corrida financiera generalizada, el 2 de agosto de 1914, el Gobierno decretó feriado obligatorio los días 3, 4 y 5 de ese mes para todos los bancos (Bardella, 1964). Otro decreto posterior declaró que las fechas 6 y 7 de agosto también serían feriados bancarios. Además, el Gobierno declaró una moratoria de 30 días para el pago de todas las deudas y obligaciones exigibles, bancarias y comerciales,¹⁶

¹⁵ La información en este párrafo proviene de Quiroz (1993).

¹⁶ Es decir, no había obligación por 30 días de pagar obligaciones.

estableciendo que el pago máximo obligatorio no podía ser mayor que 5% del monto total de la deuda (Luna, 1989). Con ello, el Gobierno intentó detener el colapso del sistema financiero.

A pesar de las medidas tomadas por el Gobierno, las cifras muestran una severa contracción de la actividad bancaria en 1914. El nivel de depósitos cayó de 7,8 millones de libras peruanas en junio de 1914 a 5,4 millones en diciembre de 1914 (Cuadro 1-3). Los depósitos cayeron en 31% en el segundo semestre de 1914, producto de la demanda del público por circulante. En comparación con diciembre de 1913, los depósitos a finales de 1914 fueron 34% menores. La fuerte caída de los depósitos ocurrió a pesar del aumento del *stock* de oro.¹⁷ De acuerdo con nuestras estimaciones, el *stock* de oro aumentó en poco más de 200 mil libras, variación que fue mayor que la observada en 1912 y 1913. No obstante, el incremento del stock de oro, los depósitos disminuyeron, dado que el temor a una suspensión de pagos llevó a gran parte del público a demandar sus fondos.

Las medidas del Gobierno no se limitaron a la declaratoria de una moratoria temporal, y en agosto de 1914, el Gobierno decretó la prohibición de la exportación de oro amonedado y de oro metálico en pasta, en polvo o en cualquier otra forma. La ley también impidió la exportación de plata amonedada. Hasta entonces, el Perú había exportado oro en moneda, pasta o en otras formas. Así, mientras que, en 1913, el Perú exportó 59 mil libras en oro, en 1914, la exportación de oro alcanzó las 32 mil libras. En los siguientes años, hasta 1921, el Perú no exportó oro legalmente¹⁸.

En respuesta a las dificultades financieras, los bancos restringieron el otorgamiento de préstamos, por lo que las tasas de interés aumentaron y, en el caso del Banco de Perú y Londres, se creó un comité para monitorear la situación del crédito de manera eficiente (Quiroz, 1993). De acuerdo con información oficial, el nivel de préstamos y descuentos cayó de 6,5 millones de libras peruanas en junio de 1914 a 6,1 millones en diciembre de 1914.

La guerra generó dudas con respecto a la conveniencia del patrón oro. Frente a la crisis financiera, los bancos enfrentaban serias restricciones para atender la demanda por circulante y la falta de liquidez podía tener efectos reales importantes, en la medida en que los bancos reducían las líneas de crédito.

¹⁷ Hemos estimado la variación del stock de oro desde 1905. Entre 1905 y 1913, el stock de oro siempre aumentó. En esos años, los depósitos aumentaron casi siempre; la única fue excepción fue el año 1909.

¹⁸ Algunas fuentes, sin embargo, sugieren que se exportó oro de manera ilegal (Alzamora, 1932).

Para Alzamora (1932), uno de los factores que facilitó la crisis de inicios de la guerra fue la ausencia de un ente emisor y, por lo tanto, de una entidad que atiende las necesidades de circulante. Según Alzamora,

[...]las proyecciones de la guerra mundial que estalló en 1914 actualizaron la crisis latente que afectaba el organismo económico nacional y acentuaron sus deficiencias. Múltiples factores determinaron la serie de fenómenos económicos que en aquella época se produjeron constituyendo dicha crisis. Y al actuar aquellos factores no existía ninguna institución que controlara el sistema monetario, ningún medio para equilibrar la estructura económica del país y regularizar las finanzas públicas. (p.95)

Para esta visión, la existencia de un ente emisor hubiera producido la liquidez necesaria para continuar con las operaciones financieras y comerciales corrientes, y habría evitado la profundización de la crisis.

En este contexto, surgió una corriente de pensamiento en favor de la emisión de moneda fiduciaria. Poco tiempo después del inicio de la Primera Guerra Mundial, y de la crisis financiera de julio-agosto de 1914, el Perú abandonó el patrón oro.

Cuadro 1-3
Indicadores de la economía peruana, 1913-14

	Importación de oro	Exportación de oro	Importación neta de oro	Acuñaación de monedas de oro	Stock de oro	Depósitos del sistema financiero	Colocaciones del sistema financiero
Niveles (m.l.p)							
Diciembre de 1913	127,0	59,2	68,0	79,0		8 107,6	6 613,0
Junio de 1914						7 776,9	6 483,2
Diciembre de 1914	140,7	31,8	109,0	124,3		5 373,7	6 148,7
Variaciones (m.l.p)							
Dic 1913-Jun 1914						-330,6	-129,8
Jun 1914-Dic 1914						-2 403,2	-334,4
Dic 1913-Dic 1914	13,7	-27,4	41,2	45,3	207,2	-2 733,8	-464,3
Tasas de crecimiento (%)							
Dic 1913-Jun 1914						-4,1	-2,0
Jun 1914-Dic 1914						-30,9	-5,2
Dic 1913-Dic 1914	10,8	-46,4	60,7	57,4		-33,7	-7,0

Nota: El cuadro muestra varios indicadores de la economía peruana en 1913 y 1914. Con excepción de las tasas de crecimiento, todos los indicadores son expresados en miles de libras peruanas (m.l.p). La importación neta de oro es igual a la diferencia entre la importación y exportación de oro. La acuñación de monedas de oro son las realizadas por la CNM. El stock de oro es estimado como la suma de las importaciones netas de oro que no ingresaron a la CNM más la acuñación de monedas de oro. Las colocaciones del sistema financiero comprenden los préstamos y descuentos del sistema financiero. La información del flujo internacional de oro, la acuñación de monedas de oro, el oro ingresado a la CNM y los depósitos y colocaciones fue obtenida del Ministerio de Hacienda y Comercio (1929).

4. Inconvertibilidad y cheques circulares, 1914-21

Tras la crisis financiera, no solo se prohibió la exportación de oro. Además, para hacer frente a la demanda por circulante, se aprobó una ley que autorizó la emisión de dinero fiduciario en 1914, el que no sería convertible en oro. Los bancos fueron autorizados a emitir cheques circulares, aunque eran, en realidad, billetes bancarios, cuya circulación forzosa fue determinada por una ley. Los bancos no estaban obligados a convertir los cheques circulares en oro: el Perú abandonó entonces el patrón oro.

En esta sección, analizaremos el cambio en la legislación que permitió a los bancos la emisión de moneda fiduciaria. Asimismo, analizaremos la evolución de los agregados monetarios, el PBI real y los precios.

La legislación

El sistema monetario peruano experimentó un cambio institucional importante, en agosto de 1914, cuando el Congreso aprobó la Ley 1968, autorizando la emisión de cheques circulares al portador por parte de los bancos. De acuerdo con esta ley, los bancos estaban autorizados a emitir cheques circulares con valores de una, cinco y 10 libras peruanas. La ley estableció que los cheques circulares eran un medio legal de pago, dado que los cheques tenían el mismo “poder cancelatorio” que las libras de oro, incluso si en los contratos se había estipulado la exclusión de moneda fiduciaria. La ley establecía pues que los cheques circulares eran medios de pago equivalentes al metálico.¹⁹ En caso de liquidación o quiebra, los cheques circulares tenían preferencia sobre otros créditos contra los bancos emisores.²⁰

De acuerdo con la ley, la emisión total no podía superar el 1,1 millón de libras peruanas de oro. Los cheques circulares estarían garantizados por varios activos. Por lo menos, el 35% del fondo de garantía debería ser oro efectivo, mientras que el restante

¹⁹ Según la legislación, los cheques circulares tenían poder cancelatorio. La Ley de Bancos Hipotecarios del 2 de enero de 1889, sin embargo, establecía que los préstamos se harían en moneda metálica de oro o en plata con exclusión de cédulas y todo papel fiduciario. Los reembolsos también se harían en oro o plata. En diciembre de 1915, la Ley 2218 estableció los bancos hipotecarios podían hacer préstamos en cheques circulares, modificando la ley de bancos hipotecarios de 1898.

²⁰ La ley, sin embargo, señaló que los cupones vencidos de las cédulas hipotecarias, y el valor de estas, en caso de sorteo, se tenían que pagar a la Junta de Vigilancia en oro.

65% podía estar constituido por otras garantías, tales como cédulas hipotecarias²¹, fondos en oro a su orden en bancos en Inglaterra y Estados Unidos (EE. UU.), bonos hipotecarios, legalmente emitidos antes de la ley, créditos hipotecarios a favor de los bancos, y algunos *warrants*²². Para el cálculo de la garantía de la emisión fiduciaria, las cédulas hipotecarias se estimarán en su valor nominal, los bonos hipotecarios en un 70% de su valor y los *warrants* en el 50% del valor del producto que representan.

Los cheques serían retirados del mercado, como máximo, seis meses después de terminada la guerra entre Francia, Inglaterra y Alemania. Es decir, en la medida en que se regularizaran las condiciones económicas del país y, en particular, la cantidad de metálico, se procederían al retiro de los cheques y su conversión por oro. Hasta entonces, sin embargo, los bancos emisores no tenían la obligación de convertir los cheques en oro.

La Junta de Vigilancia era la entidad encargada de la supervisión de los bancos emisores. La Junta estaba compuesta por dos miembros nombrados por el Poder Legislativo, un delegado del Gobierno Central, un personero de los bancos y un representante de la Cámara de Comercio de Lima. Los cheques serían firmados por representantes del banco emisor y de la Junta de Vigilancia. El efectivo y los valores usados, como garantía de la emisión, serían depositados en cajas especiales guardadas por los bancos y por la Junta de Vigilancia.

Los bancos emisores debían hacer un préstamo al Gobierno de 100 mil libras peruanas con los primeros cheques circulares que se emitieran, a una tasa anual de 7% y amortización anual de 3%. Este empréstito sería otorgado por los bancos en montos proporcionales a las cantidades de cheques emitidas y como garantía, el Estado otorgó la renta de tabaco.

Esta ley es importante, no solo porque permitió la emisión de dinero fiduciario, sino además porque suspendió el patrón oro en el Perú. A pesar de que la ley establecía que una libra en papel era equivalente a una libra en oro, los bancos no estaban obligados a entregar oro a cambio de papel moneda. La legislación fijaba un tipo de cambio para quienes quisieran vender su oro a los bancos: una libra peruana de oro era equivalente a una libra peruana en papel, aunque no fijaba un tipo de cambio para quienes quisieran

²¹ Las cédulas hipotecarias son títulos financieros, emitidos por una entidad financiera, en el que se reconoce una obligación a una tasa determinada, y garantizada con préstamos hipotecarios de la entidad.

²² Estos *warrants* o garantías eran certificados de depósito, emitidos por la Compañía Administradora de los almacenes fiscales, por los productos agrícolas y mineros destinados a la exportación a Europa y EE. UU. que depositen particulares.

comprar oro a los bancos²³. Según la ley, los cheques circulares serían convertibles en oro, recién seis meses después de terminada la guerra europea, pero no antes de eso.

La legislación tenía el potencial para generar la depreciación del papel moneda o la desaparición del oro. Por un lado, el hecho de que los cheques circulares no eran convertibles en oro a una tasa fija podía llevar a la depreciación del papel moneda. Por otro lado, la declaratoria de que los cheques circulares eran equivalentes al oro (intento de control de cambios) generaba incentivos para el atesoramiento del oro o su exportación ilegal. La evidencia sugiere que el papel moneda se depreció con respecto al oro y que, además, el oro desapareció de circulación.

La información oficial muestra que en 1914 y 1915 la libra peruana se depreció en relación con el oro. De esta forma, la cotización del oro aumentó de 0,15 libras peruanas por gramo fino de oro en 1913 a 0,156 libras en 1914 y 0,164 libras en 1915.²⁴ A menos que el papel moneda haya tenido un descuento, con respecto al oro, que refleje las condiciones del mercado cambiario, es poco probable que las familias y empresas hayan entregado monedas de oro para pagar por bienes y servicios cuando podían hacerlo en papel moneda.

La evidencia sugiere que la depreciación de la libra peruana no fue tan relevante como para evitar la desaparición del oro de la circulación. Según Alzamora (1932), la moneda metálica desapareció de circulación, debido a su atesoramiento y su exportación ilegal. En 1915, el atesoramiento fue motivado por “el temor a las emisiones de billetes, fundado en el triste recuerdo del siglo pasado” (Alzamora, 1932, p.95). Hubo además exportación clandestina de oro motivada por “el desnivel de los cambios internacionales, principalmente con Chile, y fue facilitada por el deficiente control aduanero. Los exportadores de oro obtenían utilidad al realizar operaciones de cambio sobre Londres con el arbitraje de las plazas de Chile” (Alzamora, 1932, p. 96).²⁵

²³ De hecho, la legislación no establecía la obligación de los bancos para vender oro al público. Es más, dados los requerimientos de reservas de oro de los bancos, éstos no tenían incentivo a vender oro como si fueran equivalentes a papel moneda.

²⁴ Contamos con información de la cotización del oro, en libras esterlinas, y del tipo de cambio entre la libra peruana y la libra esterlina. Con esa información, calculamos la cotización del oro en libras peruanas.

²⁵ La legislación experimentó algunos cambios en los siguientes meses, los que hacían referencia a las garantías de la emisión de cheques circulares, y los límites de la emisión. En septiembre de 1914, se aprobó la Ley 1975, la cual estableció que se podía considerar el oro sellado, que los bancos tenían en sus sucursales en las capitales de departamento, para lograr el 35% de oro metálico, fijado como garantía para la emisión de cheques circulares. En el mismo mes, la Ley 1977 indicó que los bienes inmuebles de los bancos también formarían parte de la garantía de los cheques emitidos, de cuyo valor se consideraría el 75%. Asimismo, el fondo en oro incluía

En octubre de 1914, la Ley 1982 amplió la autorización a los bancos para emitir cheques circulares, y redujo el requerimiento de oro como garantía. De esta manera, en solo dos meses, se modificaba el límite de emisión:²⁶ la ley permitió a los bancos a aumentar la emisión de cheques circulares en 1,1 millones de libras peruanas. Además, se redujo la garantía de oro: el 20% (ya no el 35%) de la garantía debería estar en oro amonedado incluyendo los fondos depositados en el City Bank de Nueva York a la orden de la Junta de Vigilancia. La garantía estaría constituida además en un 30% por cédulas hipotecarias, bonos hipotecarios, inmuebles, créditos hipotecarios, *warrants* y documentos de cartera.²⁷ Los bancos pagarían una tasa de interés de 3% anual sobre la suma de la emisión (neto del préstamo al Gobierno) que exceda el depósito en oro. Asimismo, el préstamo al Gobierno aumentaría a 500 mil libras peruanas, el cual solo pagaría interés cuando sean convertidos los cheques circulares. Este empréstito sería garantizado con un porcentaje de la renta del tabaco. Por otro lado, la Caja de Ahorros de Lima también recibió la facultad para emitir cheques circulares por un monto de 300 mil libras peruanas (adicionalmente a los 1,1 millones de libras de los bancos).²⁸

La emisión de cheques circulares estaba garantizada por varios activos, entre ellos las reservas de oro, que el Gobierno buscó aumentar mediante una serie de medidas.²⁹ En abril de 1916, se decretó que el Ministerio de Hacienda comprara pasta de oro nacional y extranjera para su acuñación, y un mes después, los bancos celebraron un convenio para el canje de moneda de oro. La Caja de Depósitos y Consignaciones entregaría al Gobierno moneda de oro, en un monto equivalente a las amortizaciones del préstamo de 500 mil libras peruanas, hechas por los bancos y la Caja de Ahorros. El Gobierno canjearía, además, a los bancos y la Caja de Ahorros, el valor equivalente al impuesto del 30% del

los fondos de los bancos depositados a disposición de la Junta de Vigilancia en el *National City Bank of New York*. La Junta transferiría el oro al Perú solo cuando llegase el momento del pago en oro de los cheques circulares. Por otro lado, la ley señaló que los cupones de los bonos hipotecarios podían pagarse en cheques circulares, modificando de esta manera lo establecido por la Ley 1968.

²⁶ La Ley 1968, de agosto de 1914, había establecido el límite de 1,1 millones de libras para la emisión total de cheques circulares.

²⁷ Se considerarían las cédulas hipotecarias en su valor nominal, bonos hipotecarios en el 75% de su valor, inmuebles de los bancos en el 75% de su valor, créditos hipotecarios cuyo valor no exceda el 50% del bien hipotecado, *warrants* en valores comerciales cotizables, y documentos de cartera con un margen del 30% de su valor.

²⁸ Meses después, en febrero de 1915, la Ley 2106 estableció que la suma con que había participado la Caja de Ahorros de Lima, en el préstamo al Gobierno, formaría parte de las garantías que debía constituir dicha institución para cubrir la emisión de cheques circulares, con un castigo del 30%.

²⁹ La información de las normas legales para aumentar el metálico proviene de Alzamora (1932).

exceso de emisión. El oro que provenía de este convenio sería utilizado para aumentar las garantías de la emisión. Se estableció que la CNM acuñaría gratuitamente las barras de oro fino, bajo la obligación de entregar el 50% del oro acuñado en canje de cheques circulares.³⁰ Adicionalmente, el Gobierno tomó medidas para acrecentar las reservas de plata.

En junio de 1918, la Ley 2755 aumentó el límite de emisión de cheques circulares. Los bancos podían aumentar la emisión de cheques circulares hasta en tres millones de libras peruanas. Dicha emisión sería garantizada con oro amonedado, lingotes de oro, certificados de la CNM por oro entregado y fondos en dólares de oro en depósitos de cuenta corriente en la Reserva Federal de Nueva York. Los bancos tendrían que avalar, con estos activos, la totalidad de su emisión, deduciendo los montos prestados al Estado con un castigo del 30%. Los bancos emisores de cheques circulares, que no hayan garantizado la emisión con reservas de oro, tendrían que completar la garantía con oro o con certificados de oro. El oro y los certificados de la CNM, que formen parte de la garantía, se depositarán en Lima al cuidado de la Junta de Vigilancia y los bancos emisores.

En septiembre de 1918, la Ley 2776 derogó la Ley 2755. De acuerdo con la nueva Ley, los bancos otorgarían créditos sin intereses, hasta la suma de tres millones de libras peruanas, a las personas que desearan traer fondos al Perú por operaciones de exportación, contra depósitos en dólares o libras esterlinas, constituidos a la orden de la Junta de Vigilancia en la Reserva Federal de Nueva York u otros bancos en Nueva York y Londres.³¹ Para cumplir con estos créditos, los bancos estaban autorizados a ampliar la emisión de cheques circulares —hasta en tres millones de libras—, garantizadas con oro, certificados de oro o depósitos en bancos en Nueva York y Londres. Tres meses después de que se firmase el tratado de paz entre EE. UU., Francia, Inglaterra y Alemania, la Junta de Vigilancia y los bancos trasladarían a Lima los lingotes de oro del saldo existente en

³⁰ En el mismo mes, el gobierno solicitó la embarcación de barras de oro por intermedio de los Sres. Gildemeister y Cía. En agosto de 1916, la importación de discos o cospeles de oro por parte del Banco Mercantil Americano quedó exenta del pago de los derechos consulares y de importación. El oro sería acuñado por la CNM sin costo alguno, pero con la condición de entregar la mitad de las monedas al gobierno a cambio de cheques circulares. Un mes después, se otorgaron similares beneficios a la Casa Welsch y Co. por la importación de discos o cospeles de oro para su acuñación. En enero de 1917, la Cerro de Pasco Mining Company recibió similares beneficios.

³¹ Los bancos podrían cobrar una comisión de hasta 3% por el transporte del oro.

la Reserva Federal. Estos lingotes se llevarían a la CNM para su acuñación para formar parte del fondo de conversión.

La Ley, además, fijó tasas para operaciones de compra de transferencias telegráficas sobre Nueva York, de parte de los bancos emisores, y para la compra de giros sobre Londres y sobre Nueva York. Estas tasas eran válidas hasta que hayan cubierto pagos por el total de los créditos y retirado de la Junta los cheques circulares por dicha suma. También se fijaron las tasas para las transacciones de compra y venta de letras sobre Nueva York y Londres que efectúen los bancos y comerciantes particulares. Por otro lado, la ley estableció multas para los que no respetasen la convertibilidad entre la libra peruana y los cheques circulares. Quienes establecieran en sus transacciones premios o descuentos entre la libra y los cheques serían castigados con una multa igual al 50% del valor de la transacción. Estas penalidades reforzaban los controles de cambios, manteniendo al mismo tiempo la inconvertibilidad del papel moneda, lo que generaba mayores incentivos para el atesoramiento del oro o su exportación ilegal. Para entonces, la cotización del oro en libras peruanas se encontraba por debajo de lo observado en años anteriores. En 1920 y 1921, sin embargo, la libra peruana se volvió a depreciar con respecto al oro.

En enero de 1919, la Ley 3063 estableció que los bancos debían entregar a la Junta de Vigilancia todo el oro que tuvieran, acto que era independiente de la emisión de cheques. Mientras tanto, la Junta daría a los bancos y a los ciudadanos, cheques circulares por el oro recibido. Asimismo, los bancos debían dar las reservas de plata que tenían en sus cajas. En la práctica, los límites a la emisión de cheques estaban determinados, únicamente, por las reservas de oro de los bancos.

En 1922, la Ley 4500 estableció la creación del Banco de Reserva, que tendría el privilegio exclusivo de emitir billetes bancarios. Con la creación del Banco Central, los bancos perdieron el derecho de emitir dinero fiduciario. Los cheques circulares serían, paulatinamente, intercambiados por billetes emitidos por el Banco de Reserva.

Estimación de los agregados monetarios

Antes de la fundación del Banco de Reserva, no existía un banco central que emitiera dinero, dado que los bancos privados solo emitían cheques circulares. Esta emisión se encontraba en posesión del público, en las cajas de los propios bancos o en las cajas de la Junta de Vigilancia. Además, el público mantenía depósitos en el sistema financiero.

Según Alzamora (1932), la moneda metálica desapareció de circulación, en parte, por el atesoramiento y la exportación de oro. Durante este período, oficialmente, una libra de oro en cheques circulares era equivalente a una libra de oro en metálico. Uno esperaría que el público haya preferido mantener cheques circulares, como moneda, y el oro metálico para otros usos.

En 1914, la emisión de moneda fiduciaria llegó a 1,98 millones de libras, constituida en su totalidad por cheques circulares, sobre todo por cheques con un valor de una y cinco libras. Entre 1915 y 1916, la totalidad de moneda fiduciaria correspondía a cheques circulares. En 1917 y 1918, aparecieron los certificados de depósitos de oro y las monedas de níquel, respectivamente. Sin embargo, los cheques circulares constituían la mayor parte de la emisión de moneda fiduciaria y divisionaria. En 1918, por ejemplo, la emisión de moneda fiduciaria y divisionaria llegó a 5,1 millones de libras peruanas, y de este monto, 4,6 millones de libras correspondían a cheques circulares, 428 mil libras a certificados de depósitos de oro, y 88 mil libras a monedas de níquel. En los siguientes tres años, los cheques circulares continuaron siendo el principal componente de la moneda fiduciaria y divisionaria.

El público mantenía dinero como moneda fiduciaria y divisionaria, y como depósitos. A finales de 1914, la liquidez total llegó a 6,2 millones de libras peruanas (Cuadro 1-4): el público tenía alrededor de 810 mil libras peruanas en moneda fiduciaria (cheques circulares), mantenía además 1,9 millones de libras en cuentas corrientes en el sistema bancario y 3,5 millones de libras en otros depósitos, de modo que gran parte de la liquidez estaba constituida por los depósitos en el sistema financiero que, en ese año, constituyeron casi el 90% de dicha liquidez. La liquidez aumentó, en los siguientes años, llegando a más de 20 millones de libras en 1920, aunque luego disminuyó a 18 millones en 1921.

Por su parte, las entidades financieras mantenían reservas en forma de moneda fiduciaria (especialmente, cheques circulares) para hacer frente a posibles retiros de depósitos. Estas reservas alcanzaron 1,2 millones de libras en 1914. El dinero fiduciario en las cajas de los bancos se redujo en 1914-1917, pasando de 1,2 millones de libras en 1914 a 0,8 millones en 1917, pero luego crecieron y llegaron a 2,6 millones en 1919. En 1921, el monto alcanzó a 3 millones. Además, los bancos mantenían reservas en oro para hacer frente a la posible conversión de cheques circulares, que se daría de acuerdo con la

legislación, seis meses después del término de la Gran Guerra. Las reservas de oro de los bancos estaban en sus cajas o en posesión de la Junta de Vigilancia.³²

Para el cálculo de la base monetaria, no contabilizamos a las reservas de oro, sino solamente a las reservas de moneda fiduciaria. Dado que el oro había desaparecido de circulación, y los bancos no tenían la obligación de entregar oro por los cheques circulares, las reservas de oro servirían solamente como respaldo de la emisión fiduciaria. Esto no quiere decir que el oro no haya tenido un impacto en la base monetaria, pues tal como veremos más adelante, la emisión de cheques circulares aumentó en este período, en gran parte, debido a la extensión del *stock* de oro en las cajas de los bancos y en la Junta de Vigilancia.

La base monetaria estaba constituida por el dinero fiduciario en manos del público y en las cajas de los bancos. El dinero fiduciario se encontraba, en mayor medida, en las manos del público, con excepción del año 1914. En total, la base monetaria se ensanchó de dos millones de libras en 1914 a 7,8 millones de libras en 1920 y 1921. Por su parte, la liquidez total se acrecentó de 6,1 millones de libras en 1914 a 21 millones en 1920, pero luego se estrechó a 18 millones en 1921.

Cuadro 1-4

Cuentas monetarias, 1914-21 (millones de libras peruanas)

	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921
Dinero en posesión del público								
Moneda fiduciaria	0.81	1.23	1.26	1.94	3.40	4.28	5.50	4.78
Depósitos	5.37	4.38	5.77	7.90	10.05	14.48	15.65	13.65
Total	6.19	5.61	7.02	9.84	13.46	18.76	21.15	18.43
Dinero en posesión de los bancos								
Moneda fiduciaria	1.17	1.09	1.05	0.77	1.71	2.58	2.26	3.00
Total	1.17	1.09	1.05	0.77	1.71	2.58	2.26	3.00
Circulante en manos del público	0.81	1.23	1.26	1.94	3.40	4.28	5.50	4.78
Reservas de los bancos	1.17	1.09	1.05	0.77	1.71	2.58	2.26	3.00
Base monetaria	1.98	2.32	2.30	2.70	5.11	6.86	7.76	7.78
Liquidez total	6.19	5.61	7.02	9.84	13.46	18.76	21.15	18.43

Nota: El cuadro reporta el saldo de monedas, dinero fiduciario y depósitos en 1914-21. El dinero fiduciario incluye cheques circulares emitidos desde 1914 por los bancos privados, certificados de oro y monedas de níquel. En el caso de depósitos, el cuadro reporta el total de depósitos en el caso del público (incluyendo depósitos en moneda nacional y extranjera). El circulante en manos del público es el total de billetes y monedas mantenido por el público. La información de circulante en manos del público y reservas de los bancos proviene del Ministerio de Hacienda y Comercio (1919, 1922, 1924). La información de depósitos se extrae del Ministerio de Hacienda y Comercio (1929).

³² Los bancos tenían en sus cajas 1,3 millones de libras en sobre todo cheques circulares, mientras que la Junta de Vigilancia estaba en posesión de 442 mil libras en oro.

Dinero, velocidad de circulación, PBI y precios

El dinero, la velocidad de circulación y el PBI nominal están relacionados a través de la ecuación cuantitativa del dinero. El PBI nominal —valor monetario de bienes y servicios producidos por la economía— es influenciado por la liquidez y la velocidad de circulación del dinero, mientras que el PBI real tiene descontado el índice de precios (deflactor del PBI). Así, un aumento de la liquidez puede estar correlacionado con un encarecimiento de los precios, salvo que la velocidad de la circulación del dinero se contraiga severamente o haya un incremento significativo del PBI real.

Tras el fin de la Primera Guerra Mundial y la crisis financiera, la liquidez del sistema financiero disminuyó de 6,2 millones de libras a 5,6 millones de libras entre 1914 y 1915. La liquidez total del sistema financiero cayó en 9%, que se explica por la contracción de los depósitos.³³ El circulante en manos del público creció en 52%, pero los depósitos (que tenían un mayor peso que el circulante en la liquidez total) decrecieron en 19% en ambos años (1914-1915). La inestabilidad en los primeros meses de la guerra aumentó la preferencia por circulante y llevó a una reducción de los depósitos.

El PBI nominal ascendió en casi 20%, la velocidad de circulación subió en 32%, el PBI real creció en 5%, mientras que el deflactor del PBI se elevó en casi 14%. Sin embargo, a pesar de la contracción de la liquidez en 1914-15, los precios subieron (Cuadro 1-5).

La situación de la liquidez fue muy diferente en 1916. Después de haberse contraído en 1915, la liquidez total del sistema financiero aumentó de 5,6 millones de libras en 1915 a 7 millones en 1916 a una tasa de 25%. La velocidad de circulación cayó en 1,6% ese año. El fuerte crecimiento de la liquidez llevó a un incremento del PBI nominal, en 23%. Ello a su vez se debió a una fuerte expansión del PBI real y una rápida elevación de los precios. El PBI real creció y el deflactor del PBI subieron en 10,1% y en 11,9%, respectivamente.

En 1917-19, la liquidez continuó creciendo, alcanzando alrededor de 40% al año. Sin embargo, la velocidad de circulación de la liquidez cayó en los tres años. A pesar de ese fenómeno, la expansión de la liquidez llevó a un crecimiento del PBI nominal: en

³³ Entre 1914 y 1921, la oferta de dinero estaba constituida, en gran medida, por cheques circulares en manos del público y por depósitos bancarios. El público también podía usar metálico como medio de pago. Sin embargo, la evidencia sugiere que el oro y la plata desaparecieron de circulación (Alzamora, 1932).

20% en 1917, en 22,5% en 1918 y 15,4% en 1919. Esta elevación del PBI nominal se debió, principalmente, al alza de los precios. Mientras que el PBI real subió en alrededor de 3% por año, el deflactor del PBI lo hizo en 16,5% en 1917, casi 19% en 1918 y 12% en 1919.

En 1920, el crecimiento de la liquidez se desaceleró y, la liquidez total del sistema financiero se fortaleció en 12,7%. La velocidad de circulación también lo hizo, aunque a una tasa menor. Ambos resultados se reflejaron en un mayor PBI nominal, que en 1920 escaló en 23,7%. El PBI real, sin embargo, solo lo hizo en 1,3%. Debido a ello, los precios subieron a una alta tasa. El deflactor del PBI creció en 22%, por encima de las tasas alcanzadas hasta entonces en el siglo XX.

En 1921, la liquidez disminuyó en casi 13%, mientras que la velocidad de circulación lo replicó, pero a menor ritmo que la primera (en 4,5%). Su desempeño llevó a una caída en el PBI nominal, en casi 17%. En cambio, el PBI real creció en cerca de 4%. Los precios descendieron en casi 20%, mientras que la reducción de la liquidez estuvo asociada con un fuerte período deflacionario.

Como es de esperar, las colocaciones acompañaron la tendencia negativa de los depósitos, y de la liquidez en general, por lo que aquellas bajaron de 6,1 millones de libras en 1914 a 5,3 millones en 1915. Luego, las colocaciones disminuyeron a 5 millones en 1916³⁴, aunque en los siguientes cuatro años, estas crecieron. En 1917-20, la expansión de la liquidez fue consistente con el avance de las colocaciones, que pasaron de 5 millones de libras en 1916 a 11,4 millones en 1920. En 1921, en cambio, la caída de la liquidez se reflejó en menores colocaciones.

En conclusión, la liquidez del sistema financiero se contrajo en 1915, pero se expandió de manera significativa en 1916-20, lo que estuvo asociado con mayores precios. En promedio, la inflación anual fue casi 10% en 1914-21: con excepción de 1921, siempre superó la tasa de 10%. Este fue un período de inflación relativamente alta, sobre todo, en comparación con el ciclo precedente 1900-13, cuando la tasa inflacionaria anual nunca llegó al 10%.

³⁴ Este fue el único año en 1914-21 en que las colocaciones disminuyeron, a pesar de que los depósitos aumentaron.

Cuadro 1-5
Liquidez, velocidad, PBI y precios

	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1914-21
Liquidez total									
Millones de libras peruanas	6.19	5.61	7.02	9.84	13.46	18.76	21.15	18.43	
Tasa de crecimiento (%)		-9.32	25.22	40.10	36.74	39.43	12.72	-12.86	16.88
Velocidad de circulación									
Valor	11.66	15.37	15.12	12.97	11.62	9.62	10.56	10.08	
Tasa de crecimiento (%)		31.84	-1.58	-14.24	-10.39	-17.25	9.77	-4.50	-2.05
PBI nominal									
Millones de libras peruanas	72.10	86.20	106.24	127.64	156.40	180.44	223.26	185.80	
Tasa de crecimiento (%)		19.55	23.24	20.15	22.53	15.37	23.73	-16.78	14.48
PBI real									
Indice (1914=100)	100.00	104.96	115.60	119.20	123.26	126.70	128.38	133.46	
Tasa de crecimiento (%)		4.96	10.14	3.11	3.40	2.80	1.32	3.95	4.21
Deflactor del PBI									
Indice (1914=100)	100.00	113.90	127.45	148.51	175.98	197.51	241.19	193.09	
Tasa de crecimiento (%)		13.90	11.90	16.53	18.50	12.23	22.11	-19.94	9.86

Nota: El cuadro reporta la liquidez total del sistema financiero, la velocidad de circulación del dinero, el PBI nominal, el PBI real y el deflactor del PBI. La información de liquidez proviene del Ministerio de Hacienda y Comercio (1919, 1922, 1924). La información del PBI nominal y real se extrae de Seminario (2015). Seminario reporta el PBI nominal en dólares corrientes. Se usan cifras del tipo de cambio para convertir el PBI nominal a libras corrientes.

Dada la inconvertibilidad de la libra peruana, la inflación doméstica pudo haber llevado a la depreciación de la moneda local. Sin embargo, los controles de cambio podían haber provocado también el atesoramiento del oro o su exportación. La evidencia señala que hubo algunos años en los que la libra peruana se depreció, pero no se produjo, una depreciación, al mismo ritmo que la inflación doméstica.

La cotización del oro aumentó en 1913, 1914 y 1915 en 0,15, 0,156 y 0,163 libras peruanas por gramo fino respectivamente. En 1916, la cotización disminuyó a 0,152 libras peruanas, pero se encontraba todavía por encima del nivel alcanzado en 1913. En los siguientes dos años, el precio del oro decreció, llegando a 0,131 libras peruanas por gramo fino en 1918. En 1919-21, sin embargo, la cotización del oro volvió a subir, alcanzando 0,19 libras peruanas por gramo fino. Así, entre 1913 y 1921, la libra peruana se depreció en 27% con respecto al oro.

Liquidez, multiplicador bancario y base monetaria

Como hemos visto en la sección anterior, la liquidez cayó en 1915 y creció de manera sostenida en los siguientes cinco años. ¿Cómo podemos explicar la evolución de la liquidez en este período?

El aumento de la liquidez puede ser explicado tanto por el incremento de la base monetaria como por la elevación del multiplicador bancario. A mayor base monetaria,

mayor será la liquidez en la economía. Por otro lado, el multiplicador bancario depende de la preferencia por circulante y la tasa de encaje. A mayor preferencia por circulante y mayor tasa de encaje, menor será el multiplicador bancario y, por lo tanto, menor la capacidad del sistema financiero de crear dinero.

La preferencia por circulante es medida como la ratio circulante/depósitos. La preferencia por circulante hace referencia a las preferencias del público. El público opta por mantener la liquidez como circulante (billetes y monedas) o como depósitos. Por diversas razones, el público puede preferir tener más o menos circulante/depósitos. A mayor tasa de interés por los depósitos, menor será la preferencia del público por circulante. A mayor riesgo de suspensión de retiros de depósitos, mayor será la preferencia del público por circulante.

Por otro lado, la tasa de encaje es medida como la ratio reservas/depósitos. En este período, no existía un banco central, por lo que los bancos solo podían mantener reservas como billetes o monedas en sus cajas. Luego de la creación del banco central, los bancos podrían tener sus reservas en depósitos en la entidad emisora. Los bancos mantenían reservas para hacer frente a la demanda por circulante del público. Si los bancos consideraban que era probable que el público retire sus depósitos, entonces, posiblemente habrían mantenido altos niveles de reservas.³⁵

La liquidez del sistema financiero, en 1915, cayó en 9,3%, a pesar de que la base monetaria creció en 17% (Cuadro 1-6). La base monetaria aumentó debido a la emisión de dinero fiduciario. La declinación en la liquidez puede explicarse por el descenso en el multiplicador bancario en 23%, lo cual, a su vez, se debe al crecimiento de la preferencia por circulante en ese año, y a la tasa de encaje. La ratio circulante/depósitos aumentó de 0,15 a 0,28, al igual que la tasa de encaje, de 0,22 a 0,25 entre 1914 y 1915, lo que tuvo un efecto negativo en la liquidez. Es probable que el aumento de la preferencia por circulante, y el nivel de la tasa de encaje se deban a la crisis por la que atravesaba la economía mundial. En tiempos de guerra, el público prefería contar con circulante. Asimismo, los bancos, anticipando una mayor demanda por circulante, aumentaron sus niveles de encaje como porcentaje de los depósitos.

Por su parte, la liquidez creció en 25% en 1916, recuperándose de la caída experimentada un año antes, y se dio a pesar de que la base monetaria retrocedió en 0,5%.

³⁵ La legislación no mencionaba una tasa de encaje mínima en cheques circulares. Sin embargo, sí señalaba la obligatoriedad de mantener reservas en metálico, con el fin de asegurar la eventual conversión de cheques circulares en metálico.

El multiplicador bancario subió en 26%, contrarrestando la disminución de la base monetaria. El crecimiento del multiplicador se debió a la menor preferencia por circulante, y a la tasa de encaje. La ratio circulante/depósitos bajó 23%, probablemente, debido al menor riesgo de una corrida bancaria. Por otro lado, la tasa de encaje cayó en 27%. Tras atravesar meses de profunda incertidumbre, los bancos consideraban que la probabilidad de retiro de depósitos era menor.

En 1917-19, la liquidez creció en alrededor de 40% por año, un elevado crecimiento que se debió, en parte, a la expansión de la base monetaria, la que, a su vez, creció en 17% en 1917, 89% en 1918 y 34% en 1919. Hubo cambios en la preferencia por circulante, y en la tasa de encaje, Sin embargo, la contribución de la base monetaria al crecimiento de la liquidez fue superior al aporte de la preferencia por circulante o la tasa de encaje.

La liquidez en el sistema financiero y la base monetaria se expandieron en 13%, en 1920. La base monetaria contribuyó con 103% del crecimiento de la liquidez. El multiplicador bancario prácticamente no cambió. La tasa de preferencia por circulante aumentó en 19%, mientras que la tasa de encaje disminuyó en 19%. La rebaja de la tasa de encaje contrarrestó el aumento de la preferencia por circulante.

Ahora bien, en 1921, la liquidez del sistema financiero cayó en casi 13%, mientras que la base monetaria se mantuvo prácticamente constante. Por su parte, el multiplicador bancario bajó en 13%. La tasa de encaje, en cambio, aumentó en más de 50%. incremento significativo que explica, prácticamente, toda la caída en la liquidez.

En conclusión, el crecimiento de la liquidez entre 1913 y 1921 se dio, en gran parte, por la expansión de la base monetaria, en casi 22%, promedio anual en este período. El multiplicador bancario disminuyó en este período, debido al aumento en la preferencia por circulante. La tasa de encaje también descendió, pero no lo suficiente para compensar la mayor preferencia por circulante.

Cuadro 1-6

Liquidez, base monetaria y multiplicador bancario

	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921	1914-21
Liquidez total del sistema financiero									
Millones de libras	6.19	5.61	7.02	9.84	13.46	18.76	21.15	18.43	
Tasa de crecimiento (%)		-9.32	25.22	40.10	36.74	39.43	12.72	-12.86	16.88
Base monetaria									
Millones de libras	1.98	2.32	2.30	2.70	5.11	6.86	7.76	7.78	
Tasa de crecimiento (%)		17.01	-0.50	17.35	88.91	34.34	13.10	0.23	21.60
Circulante									
Millones de libras	0.81	1.23	1.26	1.94	3.40	4.28	5.50	4.78	
Tasa de crecimiento (%)		51.50	2.04	54.36	75.55	25.79	28.56	-13.14	28.81
Depósitos									
Millones de libras	5.37	4.38	5.77	7.90	10.05	14.48	15.65	13.65	
Tasa de crecimiento (%)		-18.51	31.73	37.00	27.22	44.04	8.03	-12.76	14.24
Reservas									
Millones de libras	1.17	1.09	1.05	0.77	1.71	2.58	2.26	3.00	
Tasa de crecimiento (%)		-6.99	-3.38	-26.94	122.72	51.37	-12.50	32.77	14.44
Multiplicador bancario									
Valor	3.12	2.42	3.05	3.64	2.63	2.73	2.72	2.37	
Tasa de crecimiento (%)		-22.50	25.85	19.38	-27.62	3.79	-0.34	-13.06	-3.88
Tasa de preferencia por circulante									
Ratio Circulante/Depósitos	0.15	0.28	0.22	0.25	0.34	0.30	0.35	0.35	
Tasa de crecimiento (%)		85.92	-22.54	12.68	37.99	-12.67	19.00	-0.44	12.75
Tasa de encaje									
Ratio Reservas/Depósitos	0.22	0.25	0.18	0.10	0.17	0.18	0.14	0.22	
Tasa de crecimiento (%)		14.13	-26.66	-46.67	75.07	5.08	-19.01	52.19	0.17
		1914-15	1915-16	1916-17	1917-18	1918-19	1919-20	1920-21	1914-21
Contribución al crecimiento de la liquidez									
Liquidez		-9.78	22.49	33.72	31.29	33.24	11.97	-13.76	15.59
Base monetaria		15.70	-0.50	16.00	63.61	29.52	12.31	0.23	19.55
Ratio circulante/depósitos		-19.51	7.68	-4.44	-16.86	5.56	-6.96	0.20	-3.89
Ratio reservas/depósitos		-8.01	13.35	23.88	-19.29	-1.68	7.42	-14.15	-0.10
Interacción de ratios		2.03	1.96	-1.73	3.83	-0.15	-0.81	-0.04	0.04
Porcentaje del cambio en la liquidez (cambio total = 1) atribuido a:									
Base monetaria		-1.61	-0.02	0.47	2.03	0.89	1.03	-0.02	1.25
Ratio circulante/depósitos		1.99	0.34	-0.13	-0.54	0.17	-0.58	-0.01	-0.25
Ratio reservas/depósitos		0.82	0.59	0.71	-0.62	-0.05	0.62	1.03	-0.01
Interacción de ratios		-0.21	0.09	-0.05	0.12	0.00	-0.07	0.00	0.00

Nota: El cuadro reporta la liquidez total del sistema financiero, la base monetaria y el multiplicador bancario. Además, el cuadro muestra la ratio circulante a depósitos y la ratio reservas a depósitos. La información proviene del Ministerio de Hacienda y Comercio (1919, 1922, 1924, 1929).

Fuentes de crecimiento de la base monetaria

En 1914-21 no existía un banco central, además que el oro había desaparecido de circulación: la base monetaria estaba, entonces, constituida por el dinero fiduciario.

Para explicar el crecimiento de la base monetaria, analizamos dos factores: la legislación y las reservas de oro. Tal como veremos, la legislación incentivó el incremento de la emisión fiduciaria. Las reservas de oro también tuvieron un efecto en la emisión, en

la medida en que los bancos debían mantener reservas de oro para, eventualmente, convertir los cheques circulares a oro.

La legislación

Evaluaremos si los cambios en la legislación de cheques circulares fue uno de los factores que explicaron la expansión de la base monetaria, a través del aumento de la emisión fiduciaria.

En 1914-21, los bancos comerciales podían emitir cheques circulares, pero no tenían la obligación de convertirlos en oro. Esta era una diferencia importante con otros períodos históricos, en los cuales los bancos han podido emitir billetes, pero convertibles en moneda metálica.³⁶ De hecho, en el Perú, durante la Era del Guano, los bancos peruanos pudieron emitir billetes convertibles en metálico.

Dado que los bancos no tenían que convertir los billetes circulares en metálico, existían incentivos para la ampliación de dinero fiduciario, al menos en el corto plazo. Después de todo, la emisión fiduciaria era un mecanismo relativamente barato para financiar el otorgamiento de créditos: emitir dinero fiduciario no implicaba en realidad mayores costos, en comparación con la captación de depósitos.

No obstante, la legislación imponía ciertas restricciones a la emisión de cheques circulares: primero, la ley puso límites a la emisión total. Segundo, los bancos debían mantener cierto monto de reservas para garantizar una eventual conversión a oro.

Hasta enero de 1919 la ley instauró un límite al monto total de emisión. De acuerdo con la Ley 1968 de agosto de 1914, la emisión de cheques circulares no podía superar los 1,1 millones de libras. Dos meses después, una nueva ley expandió el tope en 1,4 millones de libras (1,1 millones de libras adicionales para los bancos y 300 mil libras para la Caja de Ahorros de Lima), por lo que aquel llegó a 2,5 millones de libras. Este límite permaneció hasta 1918, cuando aumentó a 5,5 millones de libras. En enero de 1919,

³⁶ Históricamente, en muchos países, los bancos privados han podido emitir billetes de banco. Un banco obtiene ganancias al colocar fondos a interés. Para ello, el banco recurre a la captación de depósitos. La emisión privada de billetes es una manera alternativa de obtener fondos que, luego, pudieran ser prestados. El monto óptimo de emisión depende de la tasa de interés activa, de la tasa de interés pasiva, y de la probabilidad de que el público demande metálico. A mayor tasa de interés activa, mayor es la ganancia por colocar fondos y, por lo tanto, mayor es el incentivo por emitir billetes de banco. A mayor tasa de interés pasiva, mayor es el costo de obtener fondos captando depósitos y, por lo tanto, mayor es el incentivo para emitir billetes de banco. A mayor probabilidad de que el público demande la conversión de sus billetes en metálico, menor el incentivo del banco de emitir billetes.

se eliminaron los topes a la emisión de cheques circulares, aunque los cheques debían estar respaldados por reservas en oro.

Los bancos debían proteger la emisión con ciertos activos. La ley que autorizó la emisión de cheques circulares, en agosto de 1914, estableció que las reservas de oro debían ser equivalentes a por lo menos el 35% de la emisión.³⁷ Dos meses después, la garantía de oro se redujo a 20%. En 1918, la legislación instauró que la emisión fiduciaria neta del préstamo al Gobierno debería estar garantizada, en su totalidad, por reservas de oro, certificados de oro y depósitos en el extranjero.

Para determinar si los bancos cumplieron con las garantías de la emisión, calculamos dos ratios. La ratio I es igual a las reservas de oro netas entre la emisión de cheques circulares. Las reservas de oro netas son iguales a las reservas de oro menos el oro usado como garantía para los certificados de oro y las monedas de níquel. La ratio II es igual a las reservas de oro netas más los depósitos en Nueva York y Londres entre la emisión de cheques circulares deduciendo el 70% del préstamo del Gobierno.

¿Fueron vinculantes estas restricciones a la emisión? ¿Los cambios en las condiciones llevaron a una modificación en la base monetaria?

La emisión estuvo cerca de los límites máximos. Así, en 1914, la emisión total de cheques circulares fue 1,98 millones de libras, por debajo del tope mayor de 2,5 millones (Cuadro 1-7). En ese año, las reservas de oro permitían a los bancos aumentar la emisión: la ratio I fue 0,28. Es decir, 28% de la emisión de cheques circulares estaba respaldada por reservas de oro. El nivel mínimo de esta ratio era 0,2.

En 1915, la emisión creció y se acercó al tope máximo de 2,5 millones de libras, dado que, en ese año, la emisión de cheques circulares fue 2,3 millones. Los bancos no podían pues aumentar mucho más la emisión, a pesar de que tenían las reservas de oro suficientes para hacerlo. En este año, los bancos tenían adecuadas reservas de oro, pues ellas equivalían al 33% de la emisión de cheques circulares, por encima del mínimo requerido de 20%.

La emisión. En 1916, estuvo de nuevo ligeramente por debajo del tope de 2,5 millones de libras y ascendió a la misma cifra del año anterior. Mientras tanto, las reservas de oro equivalían a 78% de la emisión de cheques circulares. Los bancos habían

³⁷ Incluso si la ley no establecía la obligatoriedad de mantener reservas en oro, como respaldo de la emisión, es probable que los bancos hayan mantenido reservas mínimas de oro para el momento en que tuviesen que convertir los cheques en metálico.

acumulado reservas de oro, que les habrían permitido aumentar la emisión. Sin embargo, los límites a la emisión parecen haber restringido el comportamiento de los bancos.

En 1917, la emisión total fue 2,44 millones de libras, solo 60 mil libras por debajo del tope de 2,5 millones de libras, aunque en dicho año, las reservas de oro representaron 147% de la emisión de cheques circulares. Los bancos tenían la capacidad de convertir todos los cheques circulares en oro, y aun haciéndolo, mantener la tercera parte de las reservas de oro. Nuevamente, el límite de 2,5 millones de libras parece haber sido una restricción vinculante.

El tope máximo a la emisión³⁸ aumentó a 5,5 millones de libras en 1918, año en que la emisión de cheques circulares se ensanchó a 4,6 millones de libras. La emisión creció apenas se elevó el límite a la emisión, lo que sugiere que había sido una restricción vinculante en 1917. La legislación no solo modificó los límites a la emisión, sino también la manera de garantizar la emisión. La legislación estableció que la emisión de cheques circulares (descontando el 70% del préstamo al Gobierno) tenía que estar respaldada por oro metálico y depósitos en Nueva York y Londres. De acuerdo con nuestros cálculos, las reservas de oro, más los depósitos en Nueva York y Londres, eran equivalentes al 101% de la emisión de cheques circulares ajustada por el préstamo al Gobierno. En este caso, las reservas de los bancos apenas cumplían para garantizar la emisión fiduciaria.

En 1919 se eliminó el tope a la emisión, como consecuencia, la emisión de papel moneda aumentó a 6,9 millones de libras en 1919 y 7,8 millones en 1920. Sin embargo, los bancos tuvieron que aumentar sus reservas para garantizar la mayor emisión. Las reservas de oro en las cajas de los bancos subieron de 500 mil libras en 1918 a 560 mil en 1919, mientras que las reservas de oro en la Junta de Vigilancia (sin contar la garantía de los certificados de depósitos y monedas de níquel) se ampliaron de 2,2 millones de libras en 1918 a 2,9 millones en 1919. Asimismo, los depósitos en Nueva York y Londres se elevaron de 1,6 a 2,9 millones de libras. Debido al incremento de las reservas de los bancos, la ratio II (monto total de oro y depósitos en Nueva York y Londres/emisión deduciendo el 70% del préstamo al Gobierno) se mantuvo alrededor de 1,0 a pesar de la

³⁸ Es posible que la cantidad de reservas de oro hayan influido en los límites impuestos por la legislación. El aumento del tope a la emisión se produjo tras el alza de las reservas de oro. Las reservas de oro crecieron de 550 mil libras peruanas en 1914 a 770 mil libras en 1915, 1,8 millones en 1916 y 3,9 millones en 1917. Tras el incremento de las reservas de oro, la legislación elevó el tope a la emisión. Un posible escenario es que, si no subían las reservas de oro el Congreso, no hubiese autorizado la subida del límite máximo a la emisión.

extensión de la emisión de cheques circulares. Para que los bancos hayan podido elevar la emisión fiduciaria, tenían que ensanchar sus reservas de oro.

En 1920 se produjo un aumento en la emisión de dinero fiduciario dado que la emisión de cheques circulares subió de 6,3 millones de libras en 1919 a 7,3 millones en 1920. Sin embargo, las reservas de oro de los bancos también crecieron. En total, tomando en cuenta lo que se encontraba en las cajas de los bancos y en la Junta de Vigilancia, las existencias de oro se agrandaron de 3,5 millones de libras en 1919 a 4,3 millones en 1920. Debido a ello, la ratio II se mantuvo alrededor de 1,0 a pesar del incremento de la emisión de cheques circulares. Los bancos no podían escalar la emisión por encima de 7,3 millones, pues estaban sujetos a las restricciones de garantías y las reservas de oro y depósitos en el extranjero. Los requisitos de garantía de la emisión constituían una restricción vinculante para los bancos.

En cambio, la emisión de cheques circulares se mantuvo prácticamente constante en 1921. Las reservas de los bancos en las cajas de los bancos y en la Junta de Vigilancia se conservaron en 4,3 millones de libras, similar monto al observado en 1920. Los ratios I y II prácticamente no cambiaron en 1920-21: Los requisitos de garantía de la emisión en 1921 fueron una restricción vinculante para los bancos, tal como lo fueron en 1920.

En resumen, en determinados momentos, los límites a la emisión de cheques circulares fueron una condición obligatoria. En otras ocasiones, (sobre todo desde 1918), las reservas de oro de los bancos y sus depósitos, en el extranjero, constituyeron una imposición.

Cuadro 1-7

Emisión fiduciaria y garantía de la emisión (millones de libras peruanas)

		1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920	1921
Moneda fiduciaria y divisionaria									
Cheques circulares	A	1.98	2.32	2.30	2.44	4.59	6.33	7.25	7.35
Certificados de depósitos de oro		0.00	0.00	0.00	0.26	0.43	0.34	0.29	0.10
Níquel		0.00	0.00	0.00	0.00	0.09	0.19	0.22	0.33
Total		1.98	2.32	2.30	2.70	5.11	6.86	7.76	7.78
Oro									
En cajas de los bancos	B	0.11	0.23	0.72	1.93	0.50	0.56	0.40	0.22
En la Junta de Vigilancia	C	0.44	0.54	1.08	1.91	2.72	3.32	4.28	4.31
Total		0.55	0.77	1.80	3.85	3.22	3.89	4.69	4.53
Garantía de la emisión fiduciaria									
Oro en las cajas de los bancos	D = B	0.11	0.23	0.72	1.93	0.50	0.56	0.40	0.22
Oro en la Junta de Vigilancia como garantía de los cheques circulares	E = C-G	0.44	0.54	1.08	1.65	2.24	2.92	3.92	4.07
Depósitos en Nueva York y Londres		0.00	0.00	0.00	0.00	1.64	2.90	2.90	2.90
Valores hipotecarios		0.87	0.89	0.59	0.32	0.26	0.22	0.18	0.18
Documentos en cartera		0.73	0.46	0.29	0.21	0.17	0.05	0.06	0.05
Préstamo al gobierno	F	0.00	0.47	0.37	0.33	0.30	0.25	0.20	0.15
Oro como garantía de certificados de depósito y de las monedas de níquel	G	0.00	0.00	0.00	0.26	0.49	0.41	0.36	0.24
Emisión de cheques circulares neta del préstamo de gobierno	H = A-F	1.98	1.85	1.94	2.11	4.29	6.08	7.05	7.19
Ratios de garantía									
Ratio I = Oro/Emisión de cheques circulares	(D+E)/A	0.28	0.33	0.78	1.33	0.53	0.51	0.56	0.58
Ratio II = (Oro + depósitos en N.Y y Londres)/Emisión de cheques circulares deduciendo el 70% de préstamo al gobierno	(D+E)/H	0.28	0.42	0.93	1.62	1.01	1.03	1.00	0.97

Nota: El cuadro reporta la emisión fiduciaria, las reservas de oro y la garantía de la emisión fiduciaria. La información proviene del Ministerio de Hacienda y Comercio (1919, 1922, 1924, 1929). El rubro “Préstamos de gobierno” es el préstamo al gobierno con un castigo del 30%. Para el cálculo de los ratios de garantía, se han tomado en cuenta las reservas de oro, excepto la garantía de los certificados de depósitos y las monedas de níquel. En 1914, la legislación establecía que la emisión de cheques circulares estaba garantizada por oro, depósitos en el extranjero, valores hipotecarios y documentos en cartera. Desde junio de 1918, la emisión de cheques circulares neta del 70% del préstamo al gobierno estaría garantizada integralmente por oro y depósitos en Nueva York y Londres.

Reservas de oro

Con la promulgación de la ley de cheques circulares, el Perú abandonó en la práctica el patrón oro: los bancos no tenían la obligación de convertir cheques circulares a oro. Sin embargo, aunque el Perú ya no se encontraba bajo el patrón oro, el *stock* de oro era un factor determinante en la base monetaria. Tal como hemos analizado, los bancos tenían que cumplir con mantener un nivel mínimo de reservas como porcentaje de la emisión. Por lo tanto, el aumento del *stock* de oro daba margen a los bancos para elevar sus niveles de emisión, siempre que se encontrasen por debajo de los límites máximos de emisión.³⁹

Las fuentes oficiales muestran que había reservas de oro en posesión de los bancos y de la Junta de Vigilancia: en 1914, la caja de los bancos incluía 110 mil libras en oro y la Junta de Vigilancia tenía 440 mil libras en oro. En total, las existencias visibles de oro

³⁹ Hasta enero de 1919, pues desde entonces no hubo límites absolutos a la emisión de cheques circulares.

llegaron a 550 mil libras. En los siguientes tres años, las reservas de oro se acrecentaron de manera sostenida y subieron de 550 mil libras en 1914 a 770 mil libras en 1915, 1,8 millones de libras en 1916, y 3,9 millones de libras en 1917. Las existencias de dicho metal luego disminuyeron a 3,2 millones de libras en 1918, pero crecieron a 3,9 millones en 1919 y 4,7 millones en 1920. En 1921 las existencias de oro llegaron a 4,5 millones de libras.

¿A qué se debe que las reservas del metal aurífero en los bancos se incrementaron en 1914-21? El *stock* de oro podía subir por flujos internacionales de oro o por producción nacional, que era utilizada para la acuñación de monedas.

En este período, el Perú importó oro en barras y monedas extranjeras. Las importaciones de oro fueron 141 mil libras en 1914 mientras que, en 1915, se redujeron a 2 500 libras. En los siguientes dos años, las importaciones de oro llegaron a nivel históricamente bastante altos: fueron 948 mil libras en 1916 y 2,7 millones de libras en 1917. En 1918, se acortaron a 74 mil libras. En 1919 y 1920, sin embargo, las importaciones de oro se recuperaron, llegando a 701 mil libras en 1920. En 1921, en cambio, fueron inferiores de 1 000 libras. Por otro lado, las exportaciones de oro fueron 32 mil libras en 1914. En 1915-21, sin embargo, el Perú no exportó oro, al menos no legalmente.

Parte de las importaciones de oro ingresaban a la CNM para la acuñación de monedas, pero esa compra no fue, sin embargo, la única fuente de oro para acuñar, dado que la CNM dependía de la producción nacional de oro, la chafalonía, la importación de oro en pasta y las monedas extranjeras.

La producción local de oro, que ingresó a la CNM, fue relativamente estable en este período, fluctuando en un rango entre 85 mil y 95 mil libras en 1914-18. Luego, creció el volumen del recurso aurífero en la CNM, de manera que ascendió a 127 mil libras en 1919, 108 mil libras en 1920 y 32 mil libras en 1921. Los cambios más significativos en la acuñación de moneda se dieron por la fluctuación en la importación de oro. En 1914, del total de oro registrado en la CNM, 26 mil libras peruanas corresponden a la importación de oro y monedas extranjeras. En 1915, entraron 2 mil libras a la CNM de importaciones de oro y monedas extranjeras, mientras que llegaron a 623 mil libras en 1916 y 2,3 millones en 1917. Luego, estas fueron 4 500 libras en 1918, 627 mil libras en 1919, 4 200 libras y menos de 1,000 libras en 1921.

En 1914-21, la CNM acuñó importantes cantidades de monedas de oro. En 1914, la acuñación de monedas de oro fue 124 mil libras peruanas (Gráfico 1-2), cantidad mayor

a la registrada en los cinco años anteriores: en 1909-13, la acuñación promedio anual de monedas de oro fue 61 mil libras peruanas. En 1915, esta disminuyó a 92 mil libras peruanas, pero en 1916-18 se elevó a niveles muy encima de lo observado en 1898-1913. Así, la acuñación fue 582 mil libras peruanas en 1916, casi dos millones de libras en 1917, más de 600 mil libras en 1918 y 737 mil libras en 1919. En los siguientes dos años, la acuñación se redujo y fue 167 mil libras en 1920 y 43 mil libras en 1921.

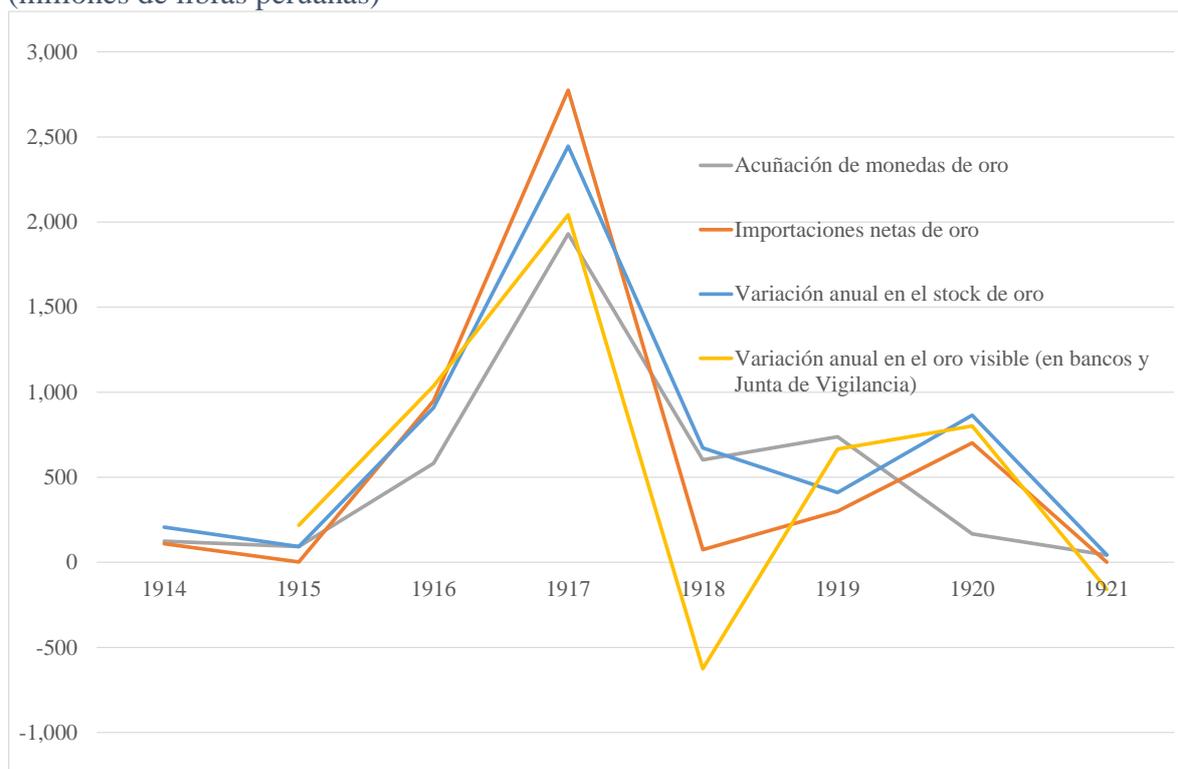
No contamos con información oficial del *stock* de oro para este período. Sin embargo, con las cifras de acuñación y las exportaciones e importaciones de oro, se puede estimar el cambio en las existencias de oro en la economía peruana. Estimamos la variación de reservas de oro como la suma de la acuñación de monedas de oro y las importaciones netas que no ingresaron a la CNM. De acuerdo con nuestros cálculos, las reservas de oro se elevaron en 207 mil libras en 1914, y luego subieron en 93 mil libras en 1915, 908 mil libras en 1916 y 2,4 millones de libras en 1917. Después, el *stock* de oro creció en 672 mil libras en 1918, 410 mil libras en 1919, 864 mil libras en 1920 Y 43 mil libras en 1921. Las existencias de oro se engrosaron, en gran medida, debido a las importaciones netas: en 1914-21, estas llegaron a 4,9 millones de libras peruanas, mientras que el *stock* de oro se incrementó en 5,6 millones de libras.

Entre 1914 y 1921, la variación en las existencias visibles siguió la misma tendencia que la estimada en el *stock* de oro. Hubo, sin embargo, algunas diferencias, dado que, en este período, las reservas de oro subieron en casi 4 millones de libras. En ese mismo periodo, de acuerdo con nuestras estimaciones, el *stock* de oro aumentó en 5,4 millones de libras.

La diferencia entre el crecimiento de las existencias visibles de oro y nuestra estimación de la variación en el *stock* de oro puede explicarse por al menos dos razones. Primero, parte del *stock* de oro pudo haber sido atesorado por el público. Alternativamente, es posible que se haya exportado oro de manera ilegal. En este caso, nuestras estimaciones sobreestimarían la variación en el *stock* de oro. A pesar de las diferencias entre el *stock* estimado de oro y las existencias visibles, la evidencia sugiere que la mayoría del incremento de las reservas de oro en la economía peruana se dieron por los flujos internacionales de oro.

Gráfico 1-2

Acuñaación, importaciones netas de oro y variación anual en el stock de oro, 1914-21 (millones de libras peruanas)



5. Conclusiones

Entre 1901 y 1921, el Perú atravesó por dos períodos claramente diferenciados. De 1901 a 1914, el Perú estuvo bajo el patrón oro, cuando, la base monetaria cambió a lo largo del tiempo debido a variaciones en el *stock* de oro.⁴⁰ Dada la importación neta de oro, sus existencias se elevaron. El consecuente aumento de la liquidez estuvo asociado con un mayor PBI nominal. Los precios, sin embargo, crecieron a tasas de solo un dígito. El período del patrón oro fue, en general, una fase de estabilidad de precios.

Tras la crisis financiera de 1914, el Perú abandonó el patrón oro y empezó el segundo periodo. Un cambio en la legislación permitió a los bancos emitir cheques circulares no redimibles en oro, y esa, además de incrementar esa emisión fiduciaria, llevó a un incremento de la liquidez. Los precios también se encarecieron, en este período, a mayores tasas que durante el patrón oro.

⁴⁰ Algunos podrían considerar a 1898 como año de inicio del patrón oro

REFERENCIAS

- Alfageme, A.; Gálvez, J., Ponce, L. & Troncoso, R. (1992). *De la moneda de la plata al papel moneda. Perú: 1879-1930*. Banco Central de Reserva del Perú y Agencia para el Desarrollo Internacional.
- Alzamora, L. (1932). *El billete de banco en el Perú*. Librería e Imprenta Gil S.A.
- Bardella, G. (1964). *Setenta y cinco años de vida económica del Perú. 1899-1964*. Banco de Crédito del Perú.
- Camprubí, C. (1957). *Historia de los bancos en el Perú (1860-1879)*. Edición del autor, Lima.
- Estela, M. (1999). *El Banco Central: su historia y la economía del Perú 1821-1992. Tomo I*. Banco Central de Reserva del Perú.
- Luna, P. (1989). 1914. Sociedad y parlamento. Reflexiones en torno a una crisis, *Apuntes*, 24, 179-198.
- Ministerio de Hacienda y Comercio (1919). *Extracto estadístico del Perú 1918*. Imprenta Americana.
- Ministerio de Hacienda y Comercio (1922). *Extracto estadístico del Perú 1920*. Oficina Tipográfica La Opinión Nacional.
- Ministerio de Hacienda y Comercio (1924). *Extracto estadístico del Perú 1923*. Casa Editora La Opinión Nacional.
- Ministerio de Hacienda y Comercio (1929). *Extracto estadístico del Perú 1928*. Casa Editora La Opinión Nacional.
- Quiroz, A. (1993). *Domestic and foreign finance in modern Peru, 1850-1950*. University of Pittsburgh Press.
- Seminario, B. (2015). *El desarrollo de la economía peruana en la era moderna. Precios, población, demanda y producción desde 1700*. Universidad del Pacífico.
- Zegarra, L.F. (2013). Free banking and banking stability in Peru. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 16(2), 187-226.

CAPÍTULO 2

LOS INICIOS DE LA BANCA CENTRAL EN EL PERÚ: EL BANCO DE RESERVA DEL PERÚ¹

Martín Monsalve Zanatti

Diego Winkelried

1. Introducción

La década de 1920 ocupa un lugar particular en la historia económica y financiera mundial. Tras un periodo de crisis y estancamiento, producto de los rezagos del fin de la Primera Guerra Mundial (1914-1918) y la pandemia de la Gripe Española de 1918, ocurre una etapa de auge sostenido, alimentada por la consolidación de los Estados Unidos de América (EE. UU.) como potencia económica, y la reconstrucción de Europa. Esta bonanza termina con la Gran Depresión de 1929. Es interesante, no obstante, remontarnos a la discusión entre inversionistas, Gobiernos y economistas durante los “fabulosos años de 1920” sobre cuáles serían las instituciones del orden económico mundial de la posguerra.

¹ Deseamos expresar nuestro agradecimiento al personal de la Biblioteca del BCRP por las gestiones realizadas para conseguir las memorias de William W. Cumberland del archivo de la Universidad de Columbia (Cumberland, 1951). Agradecemos, además, a José Manuel Carrasco por su labor como asistente de investigación.

Una de las alternativas era el retorno del patrón oro, que había sido abandonado durante la guerra, pero ligado al establecimiento de bancos centrales con el suficiente poder para controlar la política monetaria de sus respectivos países. Ello, al mismo tiempo que la reconstrucción de las economías europeas, necesitaban de grandes recursos financieros, lo que imponía la disyuntiva de cómo se podría exigir a los países acreedores contraprestaciones para que realmente orienten sus políticas económicas hacia la dirección de la prudencia y la sostenibilidad. Surgen entonces dos propuestas. La Liga de las Naciones crea una comisión económica para ayudar a los países acreedores a mejorar sus condiciones crediticias, y garantizar algunos acuerdos mínimos, como la constitución de una banca central independiente. Por su lado, como señalan Drake (1994) y Flores Zendejas (2021), los inversionistas de Nueva York condicionaban sus préstamos a los Gobiernos a la contratación de un asesor financiero estadounidense, y a la adopción de sus recomendaciones que, por lo general, eran muy similares a los lineamientos de La Liga de las Naciones. Fue así como surgieron los denominados *money doctors*, una especie de consultores internacionales que, en la práctica, actuaban como si ellos y su equipo fueran un organismo multilateral.

El más famoso de estos *money doctors* fue Edwin Walter Kemmerer, un muy influyente economista nombrado profesor en la Universidad de Cornell, y luego en la Universidad de Princeton, y que llegó a ser presidente de la *American Economic Association* (véase Kemmerer, 1927; Gomez Betancourt, 2016). Su carrera como asesor financiero internacional se inicia con la comisión filipino-estadounidense entre 1904 y 1906. Luego, además de asesorar a los Gobiernos de Filipinas, México, Alemania, África del Sur, Polonia, China y Turquía, encabezaría famosamente las misiones financieras que darían origen o reformarían los bancos centrales en Guatemala (1919) y en los países andinos: Colombia (1923), Chile (1925), Ecuador (1926), Bolivia (1927) y Perú (1931).

Las misiones Kemmerer culminan en América Latina con la creación del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) en 1931. Ello ha sido ampliamente documentado, por ejemplo, en BCRP (1997). No obstante, el primer intento de banca central en el Perú, sobre el que la misión Kemmerer reforma y elabora, ocurre casi una década antes, en 1922 con la creación del Banco de Reserva del Perú (BRP), y protagonizado por otro *money doctor*, William W. Cumberland.

En este capítulo presentamos una visión panorámica de la historia del BRP, poniendo énfasis en cómo la creación de esta institución se relaciona con el orden financiero global antes referido, y con la fundación de otros bancos centrales en los países de la región. Para ello, después de esta sección introductoria, hemos dividido el resto del capítulo en tres secciones. La segunda sección está dedicada a discutir el contexto internacional y cómo se construye la banca central en los países de América Latina. En la tercera sección se analizan los antecedentes de la formación del BRP y la discusión parlamentaria sobre el proyecto que conlleva a su constitución. Finalmente, estudiamos la estructura formal de la institución, la composición de su directorio y el desempeño del BRP.

Comparativamente, el periodo de interés de este capítulo, de 1922 a 1930, ha sido poco estudiado y por lo general se le ha tomado, siguiendo a Quiroz (1995), como parte de un largo recorrido hacia la formación del BCRP. Los estudios comparativos del surgimiento de la banca central en América Latina de Drake (1994, 1996) muestran al BRP como parte de la creciente influencia de los EE. UU. en la región. Por otra parte, las historias institucionales han estado más orientadas a proveer un cuidadoso recuento, rico en actas y detalle registral, de mucha de las discusiones en torno a las principales decisiones de política monetaria del BRP. En esta corriente se encuentra el segundo capítulo de la “Historia del BCRP” (Estela, 1999) y la publicación, en Banco Central de Reserva del Perú (2006), de una apreciable colección de fragmentos de la obra del historiador Jorge Basadre referidas a la creación del BRP y su transición hacia el BCRP. Finalmente, Pereyra (2012) desarrolla el contexto —nacional e internacional, económico y político—, previo a la creación del BCRP y durante la operación de este. En este capítulo repasamos la historia desde una perspectiva ligeramente distinta, al contextualizar la formación del BRP dentro de los debates globales sobre banca central, con énfasis en la experiencia de consolidación de los bancos centrales regionales y, al mismo tiempo, el capítulo se diferencia por atender los asuntos de política interna de la nueva institución, y su impacto en la economía. Para ello, además de las fuentes utilizadas por los autores que nos han precedido hemos incluido los Diarios de Debates del Senado, las memorias de Cumberland —uno de los gestores del proyecto—, y las memorias del Banco. Esperamos que nuestra contribución complemente satisfactoriamente a los valiosos trabajos que nos anteceden.

2. La creación de “un consenso global” acerca de la banca central

En esta sección ponemos en una perspectiva global y regional la discusión sobre la conveniencia de la creación de una banca central. En la primera parte, hacemos un recorrido sobre las posiciones de diversos actores e instituciones acerca de la necesidad o no de implementar una banca central, y respecto a las características que esta debe tener. Luego, presentamos una perspectiva general de la posición de los países de América Latina sobre los bancos centrales y la influencia de la banca privada estadounidense en esta discusión. Finalmente, hacemos un breve balance referido a la labor de los *money doctors* en la constitución de la banca central en estos países.

La banca central independiente como consenso internacional

A mediados del siglo XIX se inicia un periodo sin precedentes de expansión de la economía global, marcado por el desarrollo de las comunicaciones, el tránsito fluido de personas e ideas alrededor del mundo, y el incremento de la actividad comercial y financiera internacionales. Ello fue acompañado de un notable desarrollo científico y tecnológico que mejoró significativamente la calidad de vida alrededor del orbe. Como señalan O'Rourke y Williamson (2006), este proceso estuvo ligado a un sistema monetario basado en el patrón oro, mientras que el orden financiero oscilaba entre uno tradicional, organizado a partir de la banca libre, y otro más reciente, sobre la base de la banca central. De hecho, hacia el final del período se crea, en diciembre de 1913, el Banco de la Reserva Federal en los EE. UU. Pocos meses después estallaría la Primera Guerra Mundial, marcando el inicio del fin de este primer episodio de globalización del capitalismo industrial y financiero.

La disrupción económica causada por este conflicto bélico llevó a muchas naciones a abandonar el patrón oro, y a los Gobiernos a intervenir directamente en las políticas monetarias. Una vez concluida la guerra, los economistas y financistas de la recién formada Liga de las Naciones y de los EE. UU. trataron de encontrar una forma de reconstruir el orden financiero internacional y restaurar la estabilidad monetaria. La formación o consolidación de una banca central independiente fue uno de los mecanismos impulsados para tales propósitos.

En los EE. UU., la constitución de la Reserva Federal fue un proceso largo, precedido por arduos debates, marchas y contramarchas e incluso crisis financieras. Uno de los impulsores de este proyecto fue, precisamente, Kemmerer, quien en la década de 1910 publicó prolijamente estudios relacionados con la formación de un banco central. Kemmerer (1918) concentra buena parte de esta obra. A su entender, las principales deficiencias del sistema bancario estadounidense eran las siguientes: la descentralización del sistema y la rigidez de las reservas; la inelasticidad del crédito²; la ausencia de un mecanismo organizado de transferencias internacionales; y la relación restrictiva con el tesoro federal, debido a la ausencia de un mercado de dinero que permita a los bancos colocar sus fondos en el corto plazo. Bajo esta visión, un banco central debería perseguir el doble objetivo de evitar crisis bancarias o financieras, actuando como prestamista de última instancia, y dotar de elasticidad al crédito. Sobre estas nociones gravitaría sus asesorías financieras a nivel internacional (véase Kemmerer, 1927). Asimismo, como señala Gomez Betancourt (2010), para Kemmerer era importante promover, en la junta directiva de los bancos centrales, la participación de la sociedad civil ajena a la comunidad bancaria, pues así aumentaría la confianza del público en el futuro sistema bancario central.

Kisch y Elkin (1928) es un influyente texto de la época que resume las ideas sobre banca central que se desarrollaron durante la década de 1920. Los autores resaltan las bondades del nuevo paradigma sobre el sistema de banca libre para hacer frente a crisis

² Muchas referencias bibliográficas y textos históricos aluden al término “inelasticidad del crédito”. Se trata de la imposibilidad de expandir la oferta monetaria como normalmente se consigue en un esquema de banca central moderno: el banco central inyecta “dinero de alto poder” a un sistema que por contar con reservas (encajes) fraccionarias es capaz de “multiplicar” la cantidad inicial de dinero haciendo que el crédito fluya. Es decir, en términos más recientes, la “elasticidad del crédito” se refiere al proceso de “expansión secundaria del dinero” (la creación de liquidez por parte de las instituciones financieras a partir de la emisión primaria del banco central). Consúltese “emisión primaria” en el Glosario del BCRP (<https://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario/e.html>).

A pesar de tratarse, en nuestra opinión, de una terminología en desuso, en este capítulo adoptamos el uso “inelasticidad del crédito” para reflejar de la manera más fiel posible la discusión encontrada en nuestra revisión bibliográfica. Asimismo, es bueno mencionar que por lo general “inelasticidad del crédito”, “inelasticidad del circulante” o “inelasticidad del dinero” se usan indistintamente a pesar de que circulante, dinero y crédito sean conceptos distintos. Usaremos solo “inelasticidad del crédito”.

económicas, y toman como ejemplo el caso de los EE. UU. Enfatizan, sobre todo, la importancia de la independencia de la banca central, pues esta resulta ser la principal garantía para la implementación de una política monetaria de largo plazo y no partidarizada. También advertían acerca del peligro que significaba que la institución sea capturada por la banca privada o por el Gobierno por lo que, al igual que Kemmerer, abogaban por la inclusión de diversos representantes de la sociedad en el directorio. Asimismo, como concluye do Vale (2021), hacían énfasis en una aproximación técnica y apolítica para asuntos monetarios.

Por su parte, en la Europa de la posguerra, la ampliación del sufragio, el incremento de la fuerza política de los sindicatos y la crisis económica pusieron una fuerte presión sobre las clases políticas que, debido al abandono del patrón oro, ahora tenían más control sobre las políticas monetarias. No sorprende saber que estas eran reacias a adoptar políticas de ajuste, a pesar de la amenaza de crecientes procesos inflacionarios. En este contexto, la gestión del valor de la moneda se convirtió en un asunto de extrema importancia para el Gobierno y, por tanto, la política monetaria fue uno de los puntos álgidos de debate entre los gestores económicos y financieros, públicos y privados, en Europa. Como anota do Vale (2021), a partir de 1920, los debates sobre la conveniencia de un retorno al patrón oro dieron pie a la visión moderna de la banca central y las herramientas de política monetaria como mecanismos claves para el control de la inflación y la estabilización de los ciclos económicos. Más aún, la comunidad financiera internacional consideraba de manera consensuada que los procesos hiperinflacionarios — experimentados por algunos países europeos —, eran consecuencia de la intromisión de los Gobiernos en la banca central, por lo que su independencia irrestricta del Ejecutivo se convirtió en una prescripción de gran aceptación entre los responsables de las políticas económicas y en el debate académico (véase Sargent, 1982).

En este contexto destaca Montagu Norman, presidente del Banco de Inglaterra, como uno de los principales promotores de la independencia de la banca central y su rol en la estabilización en la política monetaria. Es por su influencia que el primer ministro del Reino Unido, David Lloyd George, convocó a representantes de treinta y cuatro naciones a la Conferencia Económica y Financiera en Génova, entre abril y mayo de 1922 (do Vale, 2021). Entre varios temas, se dio especial importancia al control de la inflación. En la declaración final de la conferencia se estableció que, a la vez que se retomaba el

patrón oro, los bancos centrales debían permanecer libres de la interferencia política y conducirse solo en la línea de la prudencia financiera. Asimismo, se señalaba que en los países donde no hubiera banca central, esta debería establecerse. La declaración también incluye un llamado a la estabilización de los déficits fiscales mediante la reducción del gasto público (Federal Reserve Bank of St. Louis, 1922).

Do Vale (2021) señala que también en 1922, la declaración de Bruselas, de la recién formada Liga de las Naciones, subraya la independencia de la banca central e, incluso, busca condicionar la ayuda internacional a la formación de tales instituciones. Así, en concordancia con estas ideas, la Liga de las Naciones asumió la responsabilidad de apoyar la recuperación económica de los países europeos, convirtiéndose en el primer intento por crear organizaciones multinacionales que garanticen el acceso a créditos internacionales e impulsen reformas tanto a nivel económico como institucional.

Sin embargo, no todos los países estaban dispuestos a quedar bajo la supervisión de organizaciones multilaterales, aunque se trataran de intervenciones de corto plazo. Este fue el caso, por ejemplo, de Polonia, que decidió tratar directamente primero con banqueros privados franceses y británicos, para finalmente buscar apoyo financiero en la banca estadounidense. Sin embargo, los inversionistas estadounidenses exigían como requisito para establecer negociaciones de deuda soberana, la formación de un banco central bajo el modelo de la Reserva Federal y, como ya se ha mencionado, la contratación de un asesor financiero. Fue así como, en 1927, el Gobierno polaco, solicitó la contratación como asesor financiero de, nada menos, que Kemmerer (Flores Zendejas & Decorzant, 2016).

La diplomacia del dólar en América Latina

En un reciente estudio comparativo sobre la banca central en América Latina, Flores Zendejas (2021) sostiene que en aquellos países con la presencia de bancos estatales con estrechos vínculos con el Gobierno y el monopolio de la emisión de billetes, la oposición a la creación de una banca central independiente era naturalmente muy fuerte. Por ejemplo, en Argentina, el Banco de la Nación Argentina se opuso a la creación de un banco central en 1917. Una situación similar se repitió en Brasil y México. Por el contrario, los países donde existía cierta inestabilidad monetaria e inflación se mostraron

más propensos a aceptar el establecimiento de un banco central, a pesar de la oposición del sector exportador, que temía a las rigideces que una política basada en el patrón oro podría traer. Además, en estos países solía existir una estrechez crediticia, que esperaban pueda ser resuelta por el nuevo arreglo institucional.

A estos factores se suma la política del Gobierno de los EE. UU. y los grandes bancos de ese país de utilizar el endeudamiento externo de los Gobiernos latinoamericanos como un mecanismo para imponer asesores e instituciones económicas. Así, por ejemplo, lograrían implantar sistemas monetarios estrechamente ligados al dólar, como ocurrió en Panamá y República Dominicana. Además, en buena parte de la región los asesores financieros harían las veces de agentes aduaneros de los EE. UU. Rosenberg (1999) indica que estas políticas fueron parte de lo que se ha denominado la “Diplomacia del dólar”.

La crisis económica de fines de la década de 1910 impulsó a los bancos neoyorquinos a buscar nuevas posibilidades de inversión en América Latina. Es así como, a principios de la década de 1920, buena parte de estos Gobiernos emitió bonos de deuda soberana, colocándolos con notable éxito en la Bolsa de Valores de Nueva York. De acuerdo con Marichal (2018), el pico más alto de la comercialización de estos bonos tuvo lugar entre 1925 y 1928, periodo en el que se vendieron cerca de US\$ 1 500 millones en bonos latinoamericanos. Destacaron las colocaciones de bonos de los Gobiernos de Argentina y Cuba a cargo de J. P. Morgan y el National City Bank o la emisión de la mayor parte de los préstamos nacionales para Brasil y Bolivia a cargo de Dillon Read. Fue J. & W. Seligman quien se especializó en la deuda peruana.

Los Gobiernos latinoamericanos buscaron estos préstamos para financiar sus proyectos o balancear su déficit a través del endeudamiento externo. Brasil, Argentina, Colombia, Chile y Perú fueron los países que más empréstitos contrataron. La emisión de bonos de deuda externa no se limitó a los gobiernos nacionales, sino que alcanzó también a los regionales y municipales. Además, como señala Quiroz (1993), muchos de los regímenes políticos de la década de 1920, como el del presidente peruano Augusto B. Leguía, dependían de estos préstamos para la consolidación de sus proyectos políticos, por lo que estaban dispuestos a contratar a los expertos financieros estadounidenses, que los ayudarían a reorganizar sus finanzas públicas para conseguir la aprobación de los principales bancos de Nueva York. Al mismo tiempo, como ya se ha mencionado para el

caso europeo, los financistas neoyorkinos exigían la presencia de estos asesores para la formación de bancos centrales independientes, donde no los hubiera, además de pedir la estabilización del tipo de cambio y la reforma fiscal (Marichal, 2018).

Banca central en los países andinos

Sin lugar a duda, el infatigable activismo de Kemmerer durante la década de 1920 fue decisivo para impulsar la formación de bancos centrales, no solo en los Andes sino a nivel internacional. Drake (1996) señala que Kemmerer utilizó su cada vez más influyente condición de *money doctor* para llevar al plano real sus teorías acerca de la independencia de la banca central y las políticas monetarias. Las reformas que proponía Kemmerer incluían asimismo la adopción del patrón oro, la creación de superintendencias bancarias y de contralorías nacionales, y la promulgación de una serie de leyes fundamentales sobre presupuestos e impuestos.

Al igual que el proyecto de la Liga de las Naciones, los bancos centrales establecidos por Kemmerer tenían como objetivo principal la estabilización de las tasas de cambio e inflación, a través del patrón oro, y mantener la independencia de los gobiernos y banca privada local. Por ello, uno de los aspectos más controversiales para los gobiernos de América del Sur era la inclusión en los directorios de representantes de bancos extranjeros, gremios empresariales y sindicatos. Esto les trajo una serie de conflictos con los ejecutivos que lo habían contratado y los directorios no se constituyeron siempre como Kemmerer los planteó. Otra fuente de conflicto con los funcionarios locales fue la alta liquidez que recomendaba mantener a los bancos centrales. Esto impedía que pudieran otorgar créditos de largo plazo a las empresas agrícolas, lo que significó la oposición de las élites agroexportadoras en los diferentes países (Drake, 1996).

A diferencia de la Liga de las Naciones, las misiones de Kemmerer no eran parte de un acuerdo multilateral, ni implicaban un seguimiento de las reformas. Eran, como se ha mencionado, parte de los acuerdos explícitos entre los gobiernos y financistas en Nueva York. De acuerdo con Gomez Betancourt (2016), la experimentada trayectoria de Kemmerer tuvo un hito en su misión en Colombia en 1923, pues consagra su prestigio como asesor financiero internacional. Sus propuestas, así como las de otros *money doctors*, eran muy similares para todos los países donde trabajan las misiones, y había

muy poca adaptación de estas a las condiciones preexistentes. Además, como señala Drake (1996), la transferencia de tecnología financiera por parte de las regiones era mínima. Así pues, las reformas tempranas implementadas en Colombia se hicieron rápidamente conocidas en la región, y se comenzaron a implementar inclusive antes de la llegada del propio Kemmerer.

Una pregunta que surge de inmediato es por qué tantos países, al mismo tiempo y con contextos políticos y económicos distintos, aprobarían las mismas leyes y reformas de manera tan veloz. Una respuesta evidente es que necesitaban de los créditos de la banca estadounidense. Otra alternativa predecible es que todos los países que implementaron las recomendaciones de los *money doctors* ya habían experimentado genuinos problemas con los tipos de cambio, inelasticidad del crédito y tendencias inflacionarias. También es cierto que misiones financieras, tan publicitadas y reputadas, elevaban la confianza sobre los bonos soberanos de los países que seguían sus recomendaciones. Por último, y no menos importante, Drake (1994) señala que los gobiernos andinos usaron las misiones de Kemmerer para darle un prestigio tecnocrático internacional a sus reformas, conquistando de esta manera a la oposición interna.

El caso colombiano es muy interesante porque ejemplifica muy bien cómo la llegada de Kemmerer marca un punto de inflexión, en un proceso que se había desarrollado internamente. En Colombia, como en otros países de la región, habían existido intentos previos para el establecimiento de un banco central. De acuerdo con Cárdenas Pinzón (2013), el primero se dio en 1880 con la constitución del Banco Nacional, que era propiedad del Gobierno y emitía billetes con respaldo en oro, igual que la banca privada. Pero además podía hacerle préstamos al Estado. Este punto generó la oposición de la banca privada y varios políticos, pues no quedaba claro cuáles eran los mecanismos de control para evitar conflictos de intereses. El Banco Nacional no tuvo un buen desempeño y finalmente fue liquidado en 1894. Casi diez años después, se creó el Banco Central en 1905 con capitales mixtos, pero solo se mantuvo por cuatro años. A partir de su liquidación, se privatizó y siguió existiendo como un banco comercial hasta 1928.

Hacia inicios de la década de 1920, la economía colombiana presentaba un problema similar a la del resto de los países andinos: la inelasticidad del crédito. Como indica Avella Gómez (2016), este tema se había discutido por años y, hacia 1922, los

celebrados economistas Vicent B. Villa y Esteban Jaramillo prepararon un diagnóstico sobre el sistema financiero y monetario colombiano: se carecía de leyes que protegieran al público contra los abusos o mala administración por los bancos privados; la moneda no contaba con un respaldo real y estaba sujeta a la emisión arbitraria para cubrir déficits; tampoco se contaba con un prestamista en última instancia para cubrir las crisis locales; y se evidenciaba la dificultad para establecer tasas de redescuento.³ A estos problemas tenemos que sumar la pronta entrega de US\$ 25 millones por parte del Gobierno de los EE. UU. como parte de la indemnización por la pérdida de Panamá. Además, se buscaba atraer nuevos préstamos internacionales para la construcción de infraestructura y obras públicas.

Así, el Gobierno colombiano requería de un asesor financiero de EE. UU. para que revisara las propuestas de Villa y Jaramillo sobre la creación de un banco central y, de este modo, satisfacer los requerimientos de los financistas y el Gobierno estadounidense, así como del Parlamento y la élite colombianos. Primero se pensó en H. Parket Wills, profesor de la Universidad de Columbia, pero el Departamento de Estado de los EE. UU. envió una lista de asesores recomendados entre los que se encontraba Kemmerer (Avella Gómez, 2016). La misión Kemmerer, por supuesto, contó con la ayuda y asesoría de los colombianos mencionados y propuso la creación de un banco central, bajo el nombre del Banco de la República, evitando la confusión con el antiguo Banco Central. La legislación y organización de la nueva institución, al basarse en un proyecto conocido ya elaborado, se aprobó rápidamente por el Congreso en 1923.

El Banco de la República tendría funciones de emisión (como monopolio), descuento, giro y depósito. Tendría un capital mixto, público y privado, por lo que el directorio estaría compuesto por tres miembros propuestos por el Ejecutivo, cuatro por los bancos colombianos, dos por los bancos extranjeros con filiales en Colombia, y uno por los accionistas públicos (Drake, 1996; Avella Gómez, 2016). El Banco de la

³ “En términos de banca central, [el redescuento] es la operación mediante la cual un banco central descuenta letras y otros efectos que los bancos comerciales, a su vez, han descontado a sus clientes, otorgando a éstos un crédito en dinero por el mismo monto, a una determinada tasa de interés, denominada tasa de redescuento”. Consúltese “redescuento” en el Glosario del BCRP (<https://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario/r.html>).

República, como era de esperarse, adoptaría el patrón oro, buscaría estabilizar la tasa de cambio y tendría plena independencia del Gobierno. Como señala Meisel (1996), este último punto fue fundamental para mantener la estabilidad monetaria y controlar la inflación. Sin embargo, la Gran Depresión de 1929 y sus consecuencias hicieron que el Banco fuera perdiendo su independencia, y cambiando alguna de sus funciones. A pesar de ello, como indica Drake (1996), el Banco mantuvo a lo largo de los años la estructura básica delineada por Kemmerer.

Al igual que en el caso colombiano, en Chile el debate sobre la creación de una banca central precedió a la Misión Kemmerer. En 1912 se había formado una Comisión de Legislación Bancaria y Monetaria, cuyo objetivo era regular la emisión sin reservas de la banca privada. Al final, la comisión creó la Caja Central de Convención y Emisión. Años más tarde, el Ejecutivo presentó un proyecto para la creación del Banco Central Privilegiado. Como apunta Ossa (1993), la propuesta dada al Congreso en 1918 establecía que los accionistas serían los bancos privados y accionistas individuales. El directorio estaría compuesto por seis representantes de los accionistas y seis nombrados por el Gobierno. El proyecto no prosperó en el Congreso, por lo que al año siguiente se presentó un nuevo plan. La entidad financiera se llamaría Banco Central de Chile, tendría el monopolio de la emisión de billetes respaldados en oro, y asumiría el control de la tasa de descuento. Pero aquella idea se estancó en el Senado que, en 1924, presentó una propuesta propia, y que tampoco progresó. Finalmente, en el mismo año, el ministro de Hacienda Julio Philippi propone otro proyecto, aunque también sería archivado.

Al mismo tiempo que Philippi entregaba su alternativa, el Gobierno chileno hacía las gestiones en EE. UU. para contratar a la Misión Kemmerer. Este y su equipo aceptaron y elaboraron rápidamente una opción de cambio institucional. Tanto la llegada como la presentación de propuestas fue muy bien aceptada por el público. Como señalan Ossa (1993) y Drake (1996), la misión propuso, de forma muy similar a Colombia, restablecer el patrón oro (ley monetaria), elaborar una ley de bancos que contemple un ente regulador (Superintendencia de Banca) y promulgar la ley de la banca central (Banco Central de Chile). Estos planteamientos, a su vez, eran muy similares a las de Philippi, quien, de hecho, fue el primer director y organizador del Banco Central.

Por su parte, según Ossa (1993) y Corbo y Hernández (2005), el Banco fue independiente del Ejecutivo y formado por un directorio plural constituido por diez

directores: tres escogidos por el Gobierno (incluyendo al presidente), dos por los bancos nacionales, uno por los bancos extranjeros domiciliados en Chile, uno por los accionistas públicos, uno por la Sociedad Nacional de Agricultura y la Sociedad de Fomento Fabril, uno por la Asociación de Productores de Salitre y la Cámara de Comercio, y uno por los sindicatos. En este sentido, el Banco central de Chile fue más pluralista que su contraparte colombiana.

En sus primeros años, el Banco Central de Chile mantuvo los límites de préstamos al Gobierno, y tuvo éxito en estabilizar el tipo de cambio y controlar la inflación. A partir de 1928, el Banco Central de Chile apoyó una política monetaria y fiscal expansiva, bajando los intereses y las tasas de descuento bancario. La economía creció notablemente hasta 1929, cuando la crisis económica internacional impactó muy fuertemente a la economía chilena y acabó con el crecimiento (Corbo & Hernández, 2005).

Poco después de terminar sus tareas en Chile, Kemmerer fue contratado por el Gobierno ecuatoriano con fines similares. Al igual que en los casos anteriores, se habían presentado varios proyectos locales para la creación de una banca central, pero los conflictos entre el Congreso y el Ejecutivo, o entre el Gobierno y la banca privada (la mayoría con base en Guayaquil) habían frustrado la iniciativa. Como cuenta Posso Ordoñez (2016), la misión llegó en 1926, y un año después informó de su plan al Estado ecuatoriano, que se aprobó sin mayores dificultades. Una vez más, Kemmerer trató de evitar que el control del directorio cayera solo sobre el Gobierno o solo sobre la banca privada, atendiendo las particularidades regionales ecuatorianas. El directorio propuesto lo componía nueve personas distribuidas de la siguiente manera: dos seleccionadas por el presidente del Gobierno, dos por los bancos, una por la Cámara de Comercio y Agricultura de Guayaquil, una por la Cámara de Comercio, Agricultura e Industrias de Quito, una por la Sociedad Nacional de Agricultura, una por los sindicatos y una por los accionistas públicos. El Gobierno, al poco tiempo de creado el banco, eliminó la representación de los sindicatos (Drake, 1996).

El caso boliviano es distinto a los anteriores porque ya existía un banco central operativo al momento de la llegada de la misión Kemmerer en 1927. El Banco de la

Nación Boliviana⁴ entró en funciones en 1911 y, a partir de 1914, obtuvo el monopolio de la emisión de billetes, adoptando muchas de las características de los bancos centrales modernos. El problema era que el Banco de la Nación no contaba con la suficiente independencia del Gobierno, y financiaba partes del gran déficit fiscal. Sumados a estos problemas, Bolivia mostraba una deuda externa considerable que necesitaba ser refinanciada (Drake, 1996).

La misión Kemmerer dejó recomendaciones de prudencia e institucionalidad parecidas a las que ya había hecho en otros países andinos. Estas fueron estudiadas por una comisión nombrada por el Gobierno que hizo algunas modificaciones. En 1928 se aprobaron nuevos proyectos de ley que reformaban el sistema financiero boliviano, creando la Superintendencia de Banca y Seguros, la Contraloría General de la República y el Banco Central de la Nación Boliviana. Este último pasó a denominarse Banco Central de Bolivia luego de una modificación a la ley de bancos en 1929. El banco boliviano no tuvo tiempo de demostrar sus bondades pues la crisis económica, ocasionada por la Gran Depresión, cambió las reglas de juego en las que los bancos de Kemmerer habían actuado.

Efectivamente, en todos los países reseñados, los impactos de la crisis económica mundial modificaron las funciones de la banca central y, a la larga, mellaron su independencia de los Gobiernos. Sin embargo, la estructura del sistema financiero mantuvo parte importante del diseño de Kemmerer.

3. La formación de la banca central en el Perú

La derrota del Perú en la Guerra del Pacífico genera una severa crisis económica que se suma a una inestabilidad política crónica. Esto hace mucho más difícil la reconstrucción del sistema monetario y financiero del país hacia fines del siglo XIX. El proceso de unificación monetaria de la economía peruana tomaría varios años, al igual que la

⁴ Este banco ejerció funciones como banco de fomento y emisor hasta 1928, fecha en que se promulga la Ley 632 del 20 de julio de 1928, que decreta el establecimiento del Banco Central de Bolivia sobre la base del Banco de la Nación Boliviana. Véase: <https://www.bcb.gob.bo/?q=La%20Historia%20del%20BCB>

reconstrucción del sistema financiero. Una vez que ambos procesos están en marcha surge, sobre todo después de la Primera Guerra Mundial, la necesidad de plantear la utilidad de crear un banco central que controle la emisión de dinero, y que sea el prestamista en última instancia. Esta no es una gestión sencilla, pues los diferentes actores involucrados (Gobierno, banca privada nacional y banqueros internacionales) tienen concepciones distintas de la validez, y la forma de llevar a cabo el proyecto. A continuación, revisaremos primero la reconstrucción del sistema monetario y financiero del país, y luego analizaremos la formación del BRP.

Antecedentes: billetes fiscales y Junta de Vigilancia

La crisis económica que afectó al Perú, a partir de 1875, y las devastadoras consecuencias de la Guerra del Pacífico destruyeron el sistema monetario, atomizándolo. Así, una de las primeras tareas en el proceso de reconstrucción de la economía era la reunificación monetaria. Una complicación considerable fue que la impresionante devaluación del papel moneda, entre 1875 y 1888, conllevó que los agentes económicos prefirieran el uso del circulante metálico. Contreras (2012) señala que entre 1889 y 1915 circulaban como monedas oficiales solo discos de oro y plata, en paralelo con los rezagos de medios no oficiales como la moneda feble boliviana en el sur del Perú y la moneda brasileña en Iquitos (véase, además, Alfageme, 1989). Otro reto grande era el retiro de los billetes emitidos por el Estado a partir de 1877, denominados “billetes fiscales”. El primer paso que tomó el Gobierno fue hacer del sol de plata la moneda nacional en 1886. En segundo lugar, se estableció un sistema de canje y destrucción de los billetes fiscales en 1888, y al año siguiente, el Estado anunció que ya no los aceptaría en ninguna de sus transacciones. En tercer lugar, se inició la ardua labor de retirar las monedas extranjeras. Todo el desarrollo de la reforma fue lento y, según Contreras (2012), se completó recién hacia el inicio de la Primera Guerra Mundial.

Quiroz (1995) sostiene que la eliminación de los billetes fiscales trajo estabilidad monetaria y financiera, cuyos beneficios no tardaron en mostrarse. Este hecho fue acompañado por la formación de un sistema de banca libre, que tuvo como principales protagonistas al Banco de Perú y Londres (instituido en 1887 a partir de la fusión del Banco del Callao y el Banco de Londres, México y Sudamérica), Banco Italiano (1889),

Banco Internacional (1897), Banco Popular (1897) y al Banco Alemán Transatlántico (1904); este último era la sucursal del *Deutsche Überseebank*. Ello propició una gradual pero sostenida expansión del circulante de plata, en especial gracias al accionar del Banco del Callao como contratista en acuñación de moneda, que permitió a las grandes casas comerciales peruanas acceder al crédito para diversificar sus inversiones, y lo que ayudó a reactivar decididamente el comercio interno y externo.

Los efectos distributivos del esquema bimetálico peruano se mantuvieron en el centro del debate político en un contexto de precios internacionales de la plata con tendencia descendente, desde el último cuarto del siglo XIX. Parte importante de esta depreciación de la plata se explicaba por la adopción del patrón oro por varios países. Los bancos y firmas financieras fueron afectadas por un problema de hoja de balance: sus deudas se encontraban en libras esterlinas o dólares estadounidenses ligados al patrón oro, pero sus ganancias eran obtenidas en soles de plata. En cambio, los agroexportadores, comerciantes ligados a la exportación, industriales y los mineros de plata estaban a favor de mantener el patrón plata, pues ellos obtenían sus ingresos bajo el patrón oro y pagaban sus costos en plata.

Durante del Gobierno del presidente Nicolás de Piérola en 1898 se adoptó de manera oficial el patrón oro⁵, junto con una política de paridad cambiaria con la libra esterlina. Consecuentemente, se dieron una serie de medidas para restringir la circulación de plata y promover la importación de oro, entre ellos estímulos monetarios para los inversionistas extranjeros. Estas medidas lograron su objetivo de asegurar flujo de oro a la economía peruana, por lo que el tipo de cambio comenzó a estabilizarse, y los agricultores pudieron encontrar créditos. La adopción del patrón oro fortaleció el sistema de banca libre vigente. Sin embargo, como anota Quiroz (1995), en momentos de contracción de las exportaciones y consecuentes reducciones en las entradas de oro, el ajuste automático que la paridad generaba afectaba negativamente a las casas

⁵ Cabe señalar que la adopción del patrón oro inicia en enero de 1898, con la implementación de la libra peruana (se deja el soporte de plata), y culmina en 1901 con la ley del 14 de diciembre, que establece la libra peruana de oro como unidad monetaria en el Perú (Contreras, 2016 y 2021, y Monsalve 2021). Sobre esta ley, véase: <https://www.leyes.congreso.gob.pe/Documentos/LeyesXIX/1901111.pdf>

comerciales, sobre todo las importadoras, y la agricultura de exportación que veía encarecer sus costos. No obstante, los bancos que mantenían cantidades importantes de oro, en forma de capital, o reservas tomaron ventaja de la coyuntura.

El estallido de la Primera Guerra Mundial trastornó los cimientos del incipiente sistema financiero peruano. El inicio del conflicto trajo consigo una crisis financiera que obligó al cierre de las bolsas de valores en los mercados mundiales más importantes. Además, ocurrió una fuerte contracción del crédito y los países beligerantes abandonaron el patrón oro, medida que luego fue seguida por las demás naciones. Esta coyuntura impuso un doble problema a los estados de América Latina: el pago de la deuda externa y el financiamiento del déficit fiscal (Marichal, 2018).

En el caso peruano, la crisis financiera afectó tanto a las finanzas públicas como a los bancos privados más importantes. Inclusive se dieron indicios de una corrida bancaria en el Banco Alemán Transatlántico. Como explica Luna (1989), el Gobierno provisional del General Óscar R. Benavides (1914-1915) decretó una moratoria bancaria para prevenir el pánico financiero. En el mismo sentido, autorizó a los bancos a emitir cheques circulares y se creó la Junta de Vigilancia para supervisar estas emisiones. Los bancos estaban obligados a dejar bajo custodia de la Junta sus reservas en metálico y en divisas extranjeras. Por su parte, la Junta de Vigilancia asignó una cantidad de cheques circulares a cada banco, de acuerdo con los depósitos dejados en garantía. La Junta de Vigilancia estaba compuesta por representantes del Gobierno, Congreso, la banca privada y la Cámara de Comercio de Lima. No obstante, Quiroz (1995) anota que en la práctica la banca privada tuvo el control del Directorio hasta 1919.

Este proceso, de acuerdo con Pereyra (2012), dejó dos consecuencias que serían importantes en la formación del futuro BRP. La primera fue que los cheques circulares fueron aceptados por el público, superando la mala reputación ganada por el papel moneda en el siglo XIX. Los cheques debieron ser convertidos en su equivalente en oro, pero el Gobierno prolongó su inconvertibilidad por lo que, en la práctica, se estableció un régimen de papel moneda. La segunda consecuencia fue que la Junta de Vigilancia resultó ser un paso importante para la creación de una autoridad monetaria en el Perú. Por ejemplo, sus técnicos serían luego los funcionarios del BRP.

Por su parte, a partir de 1916 las exportaciones se recuperaron y, con ellas, la economía peruana. Esto hizo que los cheques circulares se revalorizaran con respecto al dólar estadounidense y la libra esterlina. Los bancos privados trataron de mantener este tipo de cambio favorable, pero esta exagerada subida de los cheques circulares perjudicaba a los agroexportadores, que vendían sus productos en dólares y libras. Para evitar perder con el tipo de cambio, aquellos preferían ahorrar sus ganancias en bancos en Nueva York o Londres o invertirlos directamente en el extranjero, a través de la compra de maquinaria y otros bienes. Además, los costos de los productos peruanos eran cada vez más altos y los hacían menos competitivos, por lo que los ingresos del Estado se reducían por concepto del impuesto a las exportaciones (Quiroz, 1995; Pereyra, 2012).

La llegada al poder del presidente Augusto B. Leguía (1919-1930) abrirá un periodo de conflictos entre la banca y el Poder Ejecutivo. Leguía buscaba que el Gobierno tuviera un mayor control sobre la Junta de Vigilancia. Por ejemplo, Quiroz (1993) relata que en 1921 logra trasladar, a pesar de la férrea oposición de la banca privada, los fondos en metálico y divisas que la Junta de Vigilancia tenía en bancos neoyorkinos al Banco de Inglaterra, ganando una importante suma, debido a beneficios en el tipo de cambio. Estas utilidades fueron invertidas por el Ejecutivo en obras públicas que tenía programadas.

Los impuestos a las exportaciones y a las importaciones constituían una de las fuentes más importantes de ingresos fiscales. Pero en 1921 el volumen del comercio internacional disminuye notablemente. Esto ponía al Gobierno en grandes aprietos para continuar con su programa de obras públicas y cubrir el déficit fiscal. El presidente Leguía inició entonces una política inédita de regulación bancaria, que ocasionó la oposición de los principales bancos privados, tales como el Banco del Perú y Londres (Quiroz, 1995).

En ese año se creó la Inspección Fiscal de Bancos para imponer mínimos de reservas legales a los bancos. Para no contraer el crédito el Gobierno decretó el 10% como el máximo de la tasa de interés y dio medidas para evitar la salida del capital extranjero del Perú. Sin embargo, el Banco del Perú y Londres subió de todas formas la tasa de interés. Entonces, el Gobierno respondió con un decreto que permitía a los deudores cancelar sus deudas de forma escalonada. Este conflicto se sumaba a otro anterior, cuando en noviembre de 1920 el Gobierno de Leguía prohibió la importación de 1 000 libras esterlinas que el Banco del Perú y Londres pensaba utilizar para incrementar la circulación de sus cheques circulares (Quiroz, 1993). Los proyectos para la creación de

un Banco de la Nación, primero, y luego de un Banco de Reserva, fueron presentados por los ministros de Leguía en medio de estos conflictos entre la banca privada y el Ejecutivo.

El camino a la formación del Banco de Reserva

Como se desprende de Quiroz (1993, 1995), el Gobierno de Leguía buscaba tener un mayor control de la política monetaria para favorecer al sector exportador con créditos adecuados, y obtener recursos para el financiamiento de su programa de obras públicas. Por ello buscaba la creación de una banca central, en un sentido diferente al consenso en la comunidad financiera internacional, ya que el proyecto del Gobierno correspondía más bien a una banca central, que también actuara en realidad como banca de fomento.

Fernando Fuchs, el ministro de Hacienda, presentó en octubre de 1920 al Congreso un proyecto para crear un Banco de la Nación. El banco tendría la facultad para emitir billetes y conceder créditos al Gobierno y particulares. No competiría con la banca privada pues su tarea principal sería colaborar con el desarrollo económico del país, para lo cual debería invertir en ferrocarriles, caminos, infraestructura portuaria, saneamiento e irrigación. Para obtener fondos, el Banco de la Nación administraría las empresas estatales como la Compañía Recaudadora de Impuestos, la Compañía del Salitre, la Compañía del Guano, la Caja de Depósitos y Consignaciones y los Almacenes Fiscales entre otras. Según Fuchs, un banco ligado al desarrollo económico del Perú tenía un vasto campo de acción, que podía incluir, con el tiempo, el fomento a la actividad agrícola y minera. Varias de las compañías fiscales consideradas por el ministro eran administradas por la banca privada, como la Caja de Depósitos y Consignaciones, por lo que no extraña que el Banco de Perú y Londres encabezara la oposición al plan (Fuchs, 1920).

En el proyecto del Banco de la Nación no hay una fuerte referencia a la independencia del banco de los gobiernos. Además, aquella proponía que el Banco de la Nación haga una emisión de 11 000 Lp. (Libra peruana) para reemplazar a los 7 000 cheques circulares en libras peruanas que emitía la banca privada. El financiamiento sería solo estatal, y el monto de las reservas en metálico o en divisas internacionales no se aumentaría. Ello podría degenerar en un proceso inflacionario. Además, la propuesta de Fuchs fue lanzada en medio de conflictos entre el Gobierno y el Banco de Perú y Londres,

por lo que este último se opuso tenaz y exitosamente al proyecto, que tuvo que ser finalmente retirado (Fuchs, 1920; Van Zeeland, 1922).

Casi un año más tarde, el 28 de julio de 1921, el nuevo ministro de hacienda, Abraham Rodríguez Dulanto llevó al Congreso un nuevo esquema legal para crear el Banco de la Nación Peruana, inspirado en los modelos del Banco de la Nación Argentina (1891), el Banco de la República de Uruguay (1896) y el Banco de la Nación de Bolivia (1914). Se proponía nuevamente que este banco tenga la doble función de ser un banco central y de fomento: “Una institución de crédito que tenga por finalidad suprema el fomento de la producción nacional es innecesario en los países que se encuentran en un período avanzado de evolución económica, pero es necesaria en países, como el Perú, de desarrollo económico incipiente” (Rodríguez Dulanto, 1922; p. IX). Además, enfatiza que el banco es indispensable para brindar una mayor elasticidad al circulante monetario, y que debe constituirse en un ente regulador del mercado financiero. A pesar de aceptar la participación del capital privado en la entidad bancaria, para Rodríguez Dulanto, el Banco de la Nación debería estar constituido en su mayor parte con capital estatal; en especial, por las funciones que tendría en el financiamiento de los rubros de infraestructura ya desarrollados en el proyecto de su antecesor.

Esta propuesta señalaba también que el Banco de la Nación debería tener el privilegio exclusivo de la emisión de billetes, que estaría severamente reglamentada fijándose una relación de cincuenta por cien entre el encaje y la circulación. Este privilegio, según el ministro, daría la posibilidad al banco de mantener la elasticidad del circulante monetario. Subraya Rodríguez Dulanto (1922) que “el crédito debería ser barato y liberal dentro de los límites prudenciales”. Así, al igual que la Reserva Federal de los Estados Unidos y los Bancos Centrales Europeos, el Banco de la Nación debería estar facultado para establecer tasas de descuento. Pero, además, debería tener relaciones financieras con el Gobierno, y ser el cajero del Estado; es decir, tener el control de la Caja de Depósitos y Consignaciones.

Nuevamente, el proyecto contó con la oposición de los bancos privados. La disputa por el control de la política monetaria, el sistema financiero y la administración de los ingresos del Estado, a través de la Caja de Consignaciones, eran los elementos claves del disenso. El Gobierno quería el control de estos recursos para acelerar su política de endeudamiento externo, con el objeto de financiar los proyectos de infraestructura y

de ofrecer créditos agrícolas baratos para asegurarse el apoyo de los agroexportadores. Precisamente, los representantes de los bancos privados consignaron, en un memorial remitido al ministro de Hacienda el 31 de octubre de 1921, que una institución como el Banco de la Nación Peruana, con facultad para emitir créditos directos al Estado, los municipios y particulares podía exceder los ingresos fiscales y crear una presión inflacionaria, que dañaría la prosperidad de las empresas peruanas en el mediano plazo (McQueen, 1926). Advertían además que el banco no debía ser administrado por el Ejecutivo: “El poder público debe ser auspiciador del banco, el eficaz controlador de su funcionamiento debe participar de sus ventajas, pero no debe ser administrador de él” (Rodríguez Dulanto, 1923, p. 501).

La oposición al proyecto en el Senado tuvo un carácter programático, basado en los consensos internacionales sobre la independencia de la banca central. Por ejemplo, el senador Elías Malpartida declaró con elocuencia: “Colocar un Banco de la Nación en manos de un Gobierno sudamericano, es como poner un revólver cargado en las manos de un chiquillo. Lo más probable era, pues, un fracaso”. Asimismo, comentaristas internacionales como Paul Van Zeeland, vicepresidente del Banco Central de Bélgica, argumentaban “que un banco de emisión debe ser independiente, es una verdad que hoy en día no se discute y que todas las conferencias financieras repiten incansablemente, a manera de aforismo” (Van Zeeland, 1922: p. 152). Luego de los debates en el Senado, el Gobierno del presidente Leguía decidió retirar el proyecto.

Mientras este planteamiento del Banco de la Nación era mostrado, el Ejecutivo negociaba un préstamo con banqueros de los EE. UU. para financiar la nueva institución. Fue así como, según Quiroz (1993), la comitiva del Guaranty Trust Company of New York, dirigida por Nicolás Kelly, y compuesta por C. W. Van Lawn y R. S. Rife llegó al Perú. La comisión presionó de inmediato por una reorganización de las finanzas en el Perú para asegurar futuros préstamos al Gobierno de Leguía. Como ocurrió en el caso de otros países andinos, la comisión además condicionó los empréstitos a la instalación de un banco central, a semejanza de la Reserva Federal de los EE. UU. De forma similar, los créditos negociados con la Foundation Company (Morgan & Co., Chase Manhattan, y The Third National Bank) y The Guaranty Trust Company incluían la llegada de asesores financieros norteamericanos. El Gobierno de Leguía hizo la solicitud de estos al

Departamento de Estado, que sugirió a William W. Cumberland como el *money doctor* para el Perú.

A su arribo a nuestro país, en 1921, una de las primeras tareas de Cumberland fue asesorar en la elaboración del presupuesto. Entre sus principales preocupaciones inmediatas tuvo la reducción del déficit fiscal, pero no encontró eco en los agentes gubernamentales. Luego, ocupó el puesto de superintendente de aduanas, y no tardó en advertir que muchos aranceles no se cobraban por negligencia y otros por corrupción; pero lo que más le alarmaba era que las estadísticas del comercio internacional eran muy deficientes. Parte de su trabajo fue reorganizar la forma en que se elaboraban las cuentas, y recuperar sus años de atraso. Poco después combinó esa función en las aduanas con la de gerente del BRP (Cumberland, 1951). Como dato curioso, Flores Zendejas (2021) cuenta que Cumberland fue estudiante de Kemmerer, y mantuvo correspondencia con él, mientras estuvo involucrado en el funcionamiento del BRP hasta 1923.

El proyecto del Banco de la Reserva

En enero de 1922, y cuando era claro que el proyecto del Banco de la Nación sería rechazado, Alberto Salomón, ministro interino de Hacienda, mandó al Senado de la República otra iniciativa. Se trataba de la creación de un Banco de la Reserva, que estaría organizado sobre el molde de la *Federal Reserve Bank*. Salomón resaltaba que este borrador de ley no era una copia, sino que, con ayuda de una comisión financiera estadounidense, había sido adaptado a las peculiaridades del caso peruano. Para Salomón, uno de los puntos más importantes del texto era: “El privilegio que se le concede para emitir billetes de circulación voluntaria, pero sólidamente respaldados por oro físico, y por documentos de cartera de calidad insuperable y exigibles a corto plazo, llena la necesidad hasta ahora no satisfecha de dar a nuestro circulante la elasticidad necesaria para responder con exactitud mecánica a la expansión o contracción de los negocios [...]. Resulta así rota para siempre, la rigidez absurda de nuestro sistema monetario actual” (Congreso de la República del Perú, 1922, p. 156).

El proyecto de la nueva institución financiera contó con el respaldo unánime de la Comisión de Hacienda del Senado en los primeros días de febrero de 1922. En su dictamen vieron con beneplácito que este fuera una adaptación a la realidad nacional del

Federal Reserve Bank, y que “la elasticidad del circulante quede garantizada con la organización del Banco de la Reserva, con todas las ventajas que esa función entraña y sin ninguno de sus inconvenientes” (Congreso de la República del Perú, 1922, p. 166). Además, resaltaban la independencia del Gobierno que su contenido otorgaba al banco: “Al lado de estas ventajas el proyecto elimina los inconvenientes que puede tener una emisión de billetes bancarios posibles de convertirse en billetes fiscales, pues la función asignada al Gobierno en la dirección del banco es simplemente fiscalizadora, sin que puedan sus representantes intervenir de forma directa en las operaciones de la institución, y sobre todo, porque autorizada la emisión con respaldo apreciable en oro y en valores queda garantizada la conversión en el futuro” (Congreso de la República del Perú, 1922, p. 166).

Para la Comisión de Hacienda del Senado lo más importante fue asegurar que cinco de los diez directores fueran peruanos, y que el Gobierno podía nombrar solo a tres directores, siendo obligatorio que dos de ellos (los que ocuparían el cargo de presidente y vicepresidente) debían ser peruanos. Por lo demás, aprobaron la propuesta del Ejecutivo, que incluía la cláusula que establecía que uno de los directores nombrados por el Gobierno podía ser el administrador general de aduanas. La única oposición provino del Senador Medina de Ayacucho, quien argumentaba que el artículo 11 de la Constitución de 1920 establecía que no podía crearse moneda fiduciaria de curso forzoso, salvo en caso de guerra. Asimismo, Medina sostenía, basándose en la disposición transitoria del artículo 159 de la misma carta, que los billetes a emitir por el futuro BRP debería estar respaldados en su totalidad por oro (Congreso de la República del Perú, 1922, p. 181; y República del Perú, 1920). Tanto el ministro Salomón y los miembros de la Comisión de Hacienda del Senado argumentaron que los billetes, emitidos por el BRP, reemplazarían paulatinamente los antiguos cheques circulares, y que se trataban de billetes bancarios de curso legal, con un respaldo en metálico en un 50%, y la otra mitad respaldada por divisas extranjeras depositadas en bancos en el exterior. Esto aseguraba la convertibilidad del billete. Luego de la discusión, el Senado aprobó el proyecto. La experiencia peruana con el papel moneda, tras la crisis de 1873 y la Guerra del Pacífico (1879-1883), no haría fácil la tarea del nuevo BRP por conseguir la aceptación de sus billetes por el público.

4. Constitución y desempeño del Banco de Reserva del Perú

En esta sección hacemos primero un recorrido por la estructura del BRP y describimos sus funciones, para luego analizar la composición del Directorio, y a partir de ello poder sopesar la independencia de la institución frente al Gobierno o a los representantes de sectores de la economía. Este acápite finaliza con una revisión del funcionamiento del BRP y su impacto en la economía.

Capital, estructura y funciones

Como se mencionó, el Gobierno del Perú retiró el proyecto del Banco de la Nación y, al poco tiempo, presentó uno nuevo del BRP, que se adecuaba al modelo sugerido por los inversionistas estadounidenses. La iniciativa legal fue rápidamente aprobada, y el BRP se constituyó mediante la Ley No. 4500 del 9 de marzo de 1922, durante el segundo Gobierno del presidente Augusto B. Leguía, originalmente por 25 años sobre la base a un capital de 2 000 000 libras peruanas (Lp.), dividido en 200 000 acciones de 10 Lp. cada una; véase Estela (1999, pp. 80-81). Las acciones estaban divididas en dos categorías: A y B. Las acciones del tipo A solo podían ser suscritas por los bancos nacionales y extranjeros que tuvieran sucursales en el Perú. Este tipo de acciones eran las únicas que daban derecho a voto, pero era intransferibles y no podían otorgarse como garantía. Los nuevos bancos que se establecieran en el Perú deberían suscribir acciones por un valor igual al 10% del capital con el que inicien sus operaciones. Las acciones del tipo B podían ser suscritas por los bancos y el público, eran transferibles, pero no otorgaban derecho a voto. La evolución del capital y reservas del BRP se presenta en el Cuadro 2-1.

La administración del BRP estaba encargada a un Directorio conformado por diez miembros. El Gobierno nombraba a tres directores: al menos dos de ellos debían ser peruanos, y entre estos directores debía escogerse al presidente y vicepresidente del BRP. La posibilidad de que uno de los directores nombrados por el Gobierno pudiera ser extranjero, evidentemente, se hizo para satisfacer a los financistas neoyorkinos, y teniendo en mente a Cumberland. En el borrador de ley del banco se fue más explícito con respecto a este punto, pues se proponía que uno de los miembros del Directorio

nombrado por el Gobierno debía ser la persona que desempeñe el cargo de administrador general de aduanas.

Cuadro 2-1:

Capital del Banco de Reserva (en libras peruanas), 1922 a 1930

Año	Capital autorizado	Capital suscrito	Capital pagado	Reservas
1922	2 000 000	716 890	358 445	
1923	2 000 000	716 890	358 445	57 829
1924	2 000 000	716 890	358 445	77 620
1925	2 000 000	716 890	358 445	114 433
1926	2 000 000	741 810	370 905	154 158
1927	2 000 000	741 810	370 905	183 237
1928	2 000 000	741 810	370 905	212 344
1929	2 000 000	741 810	370 905	243 248
1930	2 000 000	766 730	383 365	243 248

Fuente: Memorias del BRP (1922 a 1930).

Elaboración propia.

Otros seis miembros del Directorio debían ser elegidos por los bancos peruanos divididos en tres grupos, de acuerdo con la cantidad de acciones que tuvieran. El primer grupo lo conformaban los bancos cuyo capital sea igual o mayor a las 250 000 Lp.; el segundo, las instituciones financieras con un capital menor a esa cifra; y el tercero, los bancos extranjeros que hayan tomado acciones de tipo A. Cada grupo escogía a dos representantes, uno de los cuales podía ser extranjero, siempre y cuando tuvieran cinco años de residencia y un negocio o propiedad bien raíz en el Perú. El décimo debía ser el representante de una agencia en el extranjero del banco, si llegaban a establecer una, y su puesto podía ser suprimido si había acuerdo ente los demás miembros del Directorio.

Los directores eran nombrados por tres años. Para mantener la independencia del BRP se estableció que no podían ser directores: los dirigentes de otros bancos, los miembros del Congreso, los magistrados, los funcionarios (con excepción, obviamente, del administrador de aduanas), ni dos personas que pertenecen a la misma familia o sociedad. El Directorio se reunía ordinariamente una vez por semana, pero el gerente del Banco junto a dos directores elegidos en forma rotativa, formaba el Comité Ejecutivo del Banco que sesionaba todos los días. Aparentemente, esta composición del Directorio alivió las preocupaciones de los banqueros y congresistas acerca de un control directo del Ejecutivo sobre la nueva institución.

En la práctica, el gerente era el verdadero administrador del Banco. Era el ejecutor de los acuerdos del Directorio y el Comité Ejecutivo, pero, por reglamento, también tenía facultad de iniciativa frente a los dos órganos rectores mencionados. Sus funciones eran equivalentes a las del *Governor* del Banco de la Reserva Federal estadounidense.

Asimismo, las operaciones bancarias que podía realizar el BRP era muy similares a las contenidas en la *Federal Reserve Act*. Vann Zeeland (1922) afirma que incluso algunos pasajes son reproducidos de forma textual. Entre estas operaciones se encontraban: ejecutar tareas de descuento (se incluyen los vales, giros y letras de cambio, provenientes de operaciones agrícolas, comerciales e industriales) con los bancos accionistas; establecer los tipos de descuento para cada operación; y actuar como cámara de compensación (*clearing house*) entre los bancos accionistas.

Pereyra (2012) considera que, con el fin de establecer como autoridad monetaria al BRP, se le confirió el privilegio exclusivo de emitir billetes bancarios, con el único propósito de canjearlos a la par por los cheques circulares que estuvieran en circulación. Además, se le encargó atender las operaciones de redescuento, dar adelantos a los bancos accionistas y monetizar depósitos que se constituyeran en libras peruanas de oro amonedado u oro físico. Por su parte, para formar la reserva de la emisión, se le transfirió todo el oro amonedado y oro físico, créditos y valores en libras esterlinas, créditos y valores en dólares, hipotecas, bonos y obligaciones del Gobierno peruano, y todos los demás activos que la Junta de Vigilancia y los bancos accionistas usaban como garantía de los cheques circulares. Como regla para determinar la base monetaria, se estableció que el BRP debía conservar: (i) libras peruanas de oro y oro en barras en la proporción de siete gramos y 323 miligramos de oro fino por cada libra peruana; y (ii) fondos efectivos en dólares en Nueva York y en libras esterlinas en Londres (estimados por su valor de cambio en oro en Lima, según la cotización del día) o en moneda de oro de libre exportación; y que el oro y los fondos en ningún caso debían ser menores al 50% del monto de los billetes bancarios en circulación (Pereyra, 2012, p. 10).

Para los observadores internacionales del periodo, como Vaan Zeeland, al menos en la legislación, el BRP cumpliría con uno de sus objetivos primordiales: dotar de elasticidad al circulante, lo que era fundamental en una economía predominante agrícola, como la peruana en ese momento. También indica que, a pesar de la inspiración en la Reserva Federal estadounidense, como el haber hecho a los bancos privados accionistas

de la nueva institución, el BRP mantenía una estructura organizativa centralizada, más parecida a la de los bancos centrales europeos. También considera que la legislación obliga a mantener las reservas, en relación con sus billetes, y ponen una barrera infranqueable a toda extensión indebida de sus operaciones. Destaca finalmente, que, si bien el BRP gozaba de la independencia deseable, no escaparía de la vigilancia legítima del Gobierno, a través de sus tres representantes en los puestos más importantes del Directorio. Concluye afirmando con cautela que “las leyes mejor combinadas, las mejores instituciones no valen, al fin de cuentas, que por los hombres que las ejecutan o las dirigen. Es muy temprano para sacar conclusión alguna de la actividad del Banco: acaba de abrir sus puertas” (Vann Zeeland, 1922, p. 169).

En el primer directorio del BRP, Eulogio I. Romero, Eulogio Fernandini y William Cumberland fueron los representantes del Gobierno. Carlos M. Espinosa y Juan Francisco Raffo representaron al primer grupo de bancos (Banco de Perú y Londres, y Banco Italiano); Genaro Castro Iglesias e Ismael de Idiáquez, al segundo grupo (Banco Popular del Perú, Banco Internacional del Perú y la Caja de Ahorros); y Walter Justus y Pedro Larrañaga, al tercero (Banco Alemán Transatlántico y Banco Mercantil Americano del Perú). Romero fue elegido presidente; Fernandini, vicepresidente; y Larrañaga, director/gerente del Banco. El National City Bank of New York y el Banco Anglo Sudamericano fueron los únicos bancos importantes que se negaron a forma parte del BRP.

Directivos del Banco de Reserva del Perú

Siguiendo las reflexiones de Vann Zeeland (1922), es relevante conocer quiénes fueron los miembros del Directorio y la Gerencia general del BRP para valorar correctamente el grado de su independencia. El Cuadro 2-2 muestra la lista de las 32 personas que ocuparon algún cargo directorio en el BRP (director o gerente) en al menos un año entre 1922 y 1930. El cuadro muestra, además, el número de años que el funcionario ocupó algún cargo y una clasificación sectorial, basada en Portocarrero (2013), que luego se discute.

Cuadro 2-2
Directivos del Banco de Reserva: 1922 a 1930

	Sector	Años	22	23	24	25	26	27	28	29	30
Walter Justus	Banca	9	D	D	D	D	D	D	D	D	D
Eulogio I. Romero	Político	8	P	P	P	P	D	D	P	P	
César Coloma	Comercio	7		D	D	V	V	V	D	V	
Agustín De la Torre	Político	6		V	V	P	P	P	V		
Ernesto Boggiano	Química	6			G	G	G	G	G	G	
Carlos Espinosa	Comercio	6	D	D	D	D	D	D			
Alfredo Rey	Agropecuario	6			D	D	D	D	D	D	
Manuel Olaechea	Agropecuario	5				D	D	D	D	D	
Augusto N. Wiese	Banca	4		D	D	D	D				
Fernando Wiese	Comercio	4						D	D	D	D
Aristides Porras	Banca	4					D	D	D	D	
Ismael De Idiáquez	Agropecuario	3	D	D	D						
William W. Cumberland	Asesor externo	2	D	G							
Pedro Larrañaga	Comercio	2	DG	D							
Genaro Castro Iglesias	Banca	2	D	D							
Augusto Gildemeister	Agropecuario/Banca	2				D	D				
Gustavo Berckemeyer	Comercio	2							D	D	
Addison Ruan	Banca	2							D	D	
Pedro Beltrán	Agropecuario/Banca	2								D	V
Eulogio Fernandini	Minería	1	V								
Juan Francisco Raffo	Industria	1	D								
Juan A. Loredo	Minería/Industria	1			D						
Amador del Solar	Político	1				D					
Broderick Haskell	Banca	1						D			
Enrique Ferreyros	Comercio	1									P
Carlos Arenas y Loayza	Político	1									D
Carlos Alayza	Industria	1									D
Manuel C. Gallagher	Industria	1									D
Hernando de Lavalley	Banca	1									D
Luis Montero y Tirado	Comercio	1									D
Lionel A. Stahl	Banca	1									D
Gustavo De la Jara	Banca	1									G

Notas: La columna “Años” muestra el número de años que el funcionario ocupó algún cargo. Luego, se muestran los cargos ocupados para cada año, según la leyenda: P = presidente, V = vicepresidente, G = gerente general, D = director.

Los nombres se ordenan por el valor de “Años”, y luego cronológicamente según la primera aparición.

Fuente: Memorias del BRP (1922 a 1930) y Portocarrero (2013).

Elaboración propia.

Lo primero que se observa es que hay una continuidad en la Gerencia del banco, lo que asegura que la orientación básica de la política monetaria se mantenga a lo largo del tiempo. Larrañaga fue el primer gerente y el único que además ocupó el puesto de director al mismo tiempo. Cumberland tomó la posta de Larrañaga como gerente, no director, y le dio la estructura organizativa al BRP. Luego de la renuncia de Cumberland por discrepancias con la política de endeudamiento externo del Gobierno de Leguía, tomó el cargo de gerente Ernesto Boggiano, quien lo ocupó desde enero de 1924 hasta diciembre de 1929. En el último año de existencia del BRP el gerente fue Gustavo De la Jara.

Boggiano fue hijo de inmigrantes italianos, y se graduó de economista en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, en la que luego tuvo a su cargo la enseñanza del curso de “Economía Monetaria y Bancaria”. Sus negocios particulares estaban concentrados en el comercio y la farmacia. Por su parte, Larrañaga y De La Jara eran representantes del sector bancario, y Cumberland fue el asesor financiero externo enviado por el Departamento de Estado de EE. UU., que supo mantener una posición neutral e independiente frente a los intereses de la banca de su país. En general, no es audaz afirmar que los gerentes del BRP fueron profesionales competentes, que conocían de banca y política monetaria.

El Directorio también mantuvo cierta continuidad y, como se aprecia en el Cuadro 2-2, entre los directores con mayor permanencia encontramos a Romero y a Justus (8 años). Luego los siguen César Coloma, Agustín De la Torre Gonzales, Carlos M. Espinoza y Alfredo Rey (6 a 7 años) y Manuel A. Olaechea, Arístides Porras y los hermanos Augusto y Fernando Wiese (4 a 5 años).

Si bien los miembros del Directorio eran elegidos por los representantes de los bancos privados y el Gobierno, es interesante clasificarlos según el núcleo central de sus negocios. Así, encontramos que siete de los directores del BRP se vinculan con casas comerciales como Coloma, Espinoza, los hermanos Wiese, Larrañaga, Gustavo Berckemeyer, Enrique Ferreyros y Luis Montero y Tirado. Cuatro de ellos se hallan entre el grupo de directores con mayor permanencia. En el caso de los agroexportadores tenemos a Rey, Olaechea, Ismael Idiáquez, Pedro Beltrán y Augusto Gildemeister. Dos de ellos están entre los directores de mayor tiempo en el cargo. Los mineros e industriales tienen una menor representación, y ninguno de ellos tiene continuidad en el Directorio. En el caso de los políticos, no es extraño encontrar una mayor duración porque eran nombrados por el Ejecutivo, controlado por el presidente Leguía durante el Oncenio, como tampoco lo es en el caso de los representantes exclusivos del sector bancario como Justus. Ahora bien, como los nombrados por el Ejecutivo son los únicos que pueden ejercer los puestos de presidente y vicepresidente, es importante saber quiénes son.

Romero y De la Torre Gonzales formaban parte del núcleo político íntimo del presidente Leguía desde su primer Gobierno, 1908-1912. Romero además era primo hermano del presidente. En el ámbito privado se había desempeñado como abogado corporativo de la *Peruvian Corporation* y el Banco Italiano. Durante el primer Gobierno

de Leguía fue primer ministro, ministro de hacienda y ministro de gobierno y policía. Por su parte, De la Torre Gonzales, quien tenía una larga trayectoria en el Senado, fue ministro de hacienda y ministro de fomento y obras públicas durante el primer Gobierno de Leguía, y su vicepresidente entre 1919 y 1924. La cercanía de este personaje con el Gobierno generó una serie de conflictos con Cumberland en torno a las políticas de endeudamiento público, que terminaron en la renuncia del primero (Cumberland, 1951). Los únicos empresarios nombrados por el Gobierno fueron Fernandini, minero, y Coloma con fuertes vínculos con las casas comerciales.

Como señala Quiroz (1993), el Gobierno de Leguía, a través de la política de irrigaciones y el control de la Compañía Administradora del Guano, tenía una orientación favorable al sector agroindustrial (donde estaban los negocios de su propia familia). Además, la mayoría de las casas comerciales peruanas se dedicaban a la venta en el extranjero de productos agrícolas, y a la importación de maquinaria e insumos para el sector. Si a esto sumamos los representantes directos del sector, se explica la posición de Kemmerer cuando, en su diagnóstico del BRP, afirmaba que uno de sus problemas era que estaba representado, en esencia, por un solo sector (Banco Central de Reserva del Perú, 1997).

El desempeño del Banco de Reserva del Perú

Una de las misiones de la nueva institución era controlar la emisión de billetes y sacar del mercado monetario peruano los cheques circulares y las monedas. No era una tarea sencilla, dada la desconfianza de los ciudadanos a la utilización del billete emitido por una institución estatal, debido a la triste historia del billete fiscal. Sin embargo, los directivos del Banco sí lograron recuperar paulatinamente la confianza del público en los billetes. Como se puede apreciar en el Cuadro 2-3, la reducción de la circulación de los cheques circulares se realizó de manera paulatina, a un ritmo de aproximadamente 25% anual, y muy por debajo del máximo posible de emisión de billetes que la ley permitía.

El BRP cuidó mucho de no incrementar en demasía la masa monetaria para no alimentar un proceso inflacionario. Es necesario anotar que, si bien los billetes eran inconvertibles, tenían un respaldo en reservas de oro, y en divisas extranjeras depositadas en bancos de Nueva York y Londres. En promedio, durante los años de existencia del

BRP, y antes de 1930, el respaldo de los billetes era del 90% de la emisión. El único año en que dicho porcentaje en reservas bajó a cerca del 70% fue en 1925, cuando el Banco tuvo que hacer frente a la crisis económica creada por el Fenómeno del Niño.

Cuadro 2-3
Evolución de los cheques circulares, 1922 a 1930

Año	Saldo en Lp	Disminución en Lp	Disminución porcentual
1922	5 089 521		
1923	3 703 974	1 385 547	27
1924	2 823 319	880 655	24
1925	2 280 224	543 095	19
1926	1 740 060	540 164	24
1927	1 306 287	433 773	25
1928	991 492	314 795	24
1929	763 050	228 442	23
1930	550 405	212 645	28

Fuente: Memorias del BRP (1922 a 1930).
Elaboración propia.

Además, el BRP recibió el encargo del Ejecutivo de administrar el reemplazo de la moneda fraccionaria que circulaba en el Perú proveniente de diversas fuentes. Al igual que con los cheques circulares, se hizo un cambio paulatino de las diversas monedas febles, de muy alta utilización especialmente en la sierra peruana (BRP, 1925), por monedas de un sol de plata y de cincuenta centavos. En términos de la aceptación por parte del público de los billetes y monedas, el BRP cumplió con uno de los objetivos trazados.

Aparte de la flexibilización del circulante, otro de los propósitos del BRP era dar mayor elasticidad al crédito y para cumplirlo, bajaron la tasa de descuento de 8% a 6,5% en 1922, que luego lograron mantenerla en 6%, con pequeñas subidas y recortes hasta 1929, año en el que osciló entre 7% y 8%. Para favorecer a la agricultura de exportación, se estableció una tasa de descuento especial de alrededor de 5% a lo largo de la existencia del BRP. Sin embargo, como se señala en las memorias, esta no fue utilizada con frecuencia por los dueños de las plantaciones.

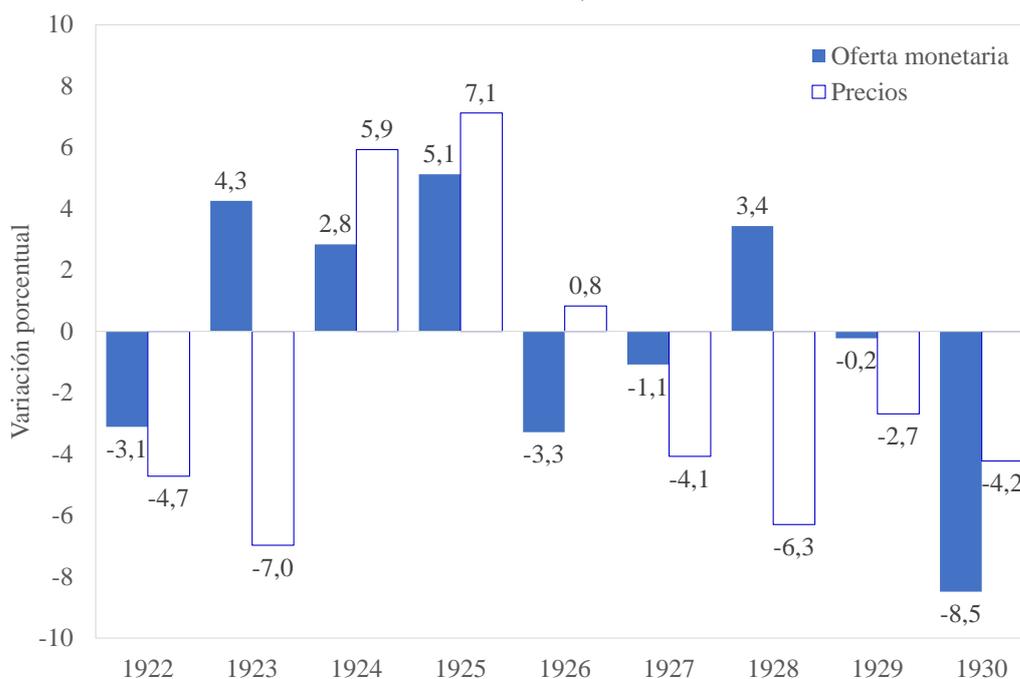
La disminución en la tasa de descuento —acompañada de la aceptación de los billetes sólidamente respaldados—, y el acceso de los bancos accionistas a préstamos del BRP hizo que los primeros pudieran reducir sus tasas de encaje, y aumentar la oferta de

crédito a tasas menores de interés. Esto flexibilizó el crédito frente a la situación que existía antes de la creación del BRP.

Un momento crítico en la corta historia de la institución ocurrió entre 1925 y 1926, debido a un severo Fenómeno del Niño, comparable en magnitud con el de 1983. Este vino precedido, incluso, de una sequía en 1924. Las abundantes lluvias que cayeron sobre la costa peruana, en los dos años siguientes, ocasionaron pérdidas significativas en las cosechas y el capital fijo de las plantaciones de azúcar y algodón. A esto se sumó la caída del precio de ambos productos en los mercados internacionales. Ante esta difícil situación el BRP incentivó, con éxito, la expansión del crédito al sector agrícola.

El Gráfico 2-1 muestra las tasas de crecimiento de la oferta monetaria y la de un índice de costo de vida; es decir, la tasa de inflación. Con la excepción de los difíciles años de choques climáticos (1924 a 1926) existe una evidente tendencia deflacionaria que acompaña al proceso de consolidación monetaria descrito. Incluyendo el efecto de los años inflacionarios, el costo de vida se redujo en 16% entre 1921 y 1930, lo que corresponde a una tasa de 1,8% promedio anual.

Gráfico 2-1
Crecimiento de la oferta monetaria e inflación, 1922 a 1930



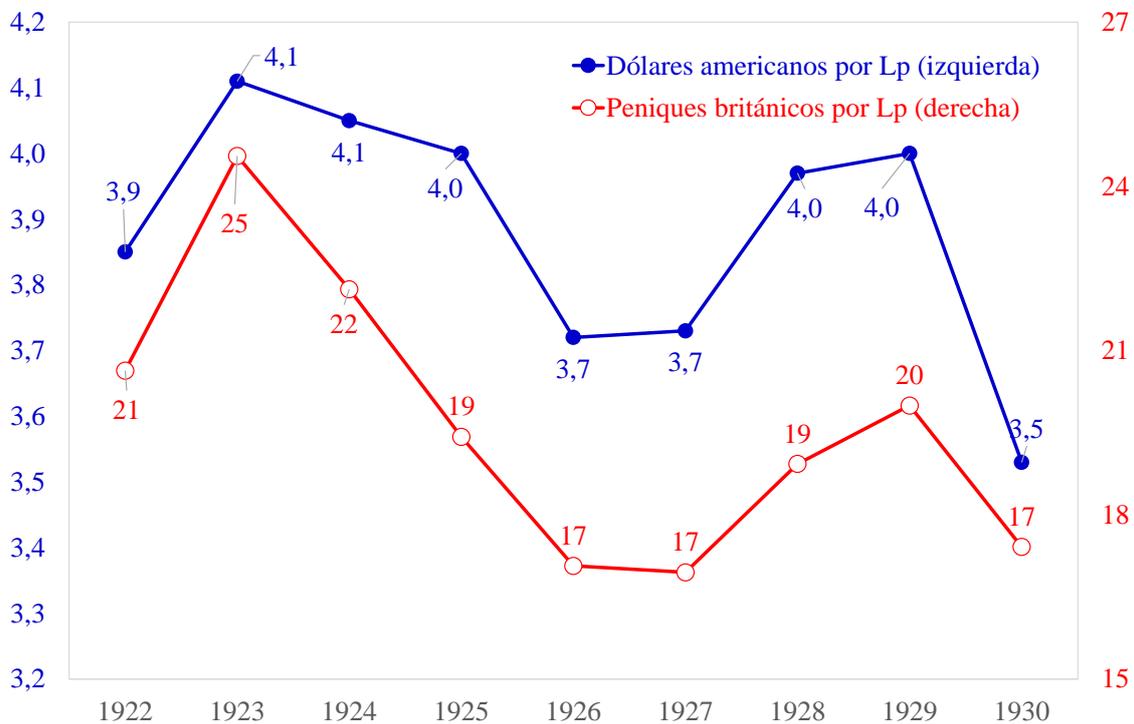
Nota: El incremento de los precios corresponde al cambio porcentual del índice de costo de vida.

Fuente: Alfageme et al. (1992) y Contreras (2011; Cuadros IV.1.3, IV.2.2).
Elaboración propia.

A su vez, la oferta monetaria en términos nominales apenas decreció 1,3% entre 1922 y 1930, lo que significó un aumento de la oferta monetaria real de 16%, a una tasa anual promedio de 17%. Como se aprecia en el Gráfico 2-1, buena parte del comportamiento de la oferta monetaria nominal refleja, de manera acomodaticia, los eventos desfavorables, internos y externos, del año 1930 (véase BRP, 1931). El crecimiento de la oferta monetaria nominal entre 1922 y 1929 fue de 0,9% anual; mientras que el incremento de la oferta monetaria real alcanzó 2,2% anual.

Por otro lado, como se aprecia en el Gráfico 2-2, si bien el tipo de cambio, tanto con respecto al dólar estadounidense como en relación con la libra esterlina, no fue muy volátil, sí mostró una tendencia depreciatoria, aunque esta se concentra en buena medida en torno a los eventos de 1930. La tendencia se percibe un poco mejor en el cambio contra la libra esterlina.

Gráfico 2-2
Tipo de cambio, 1922 a 1930



Fuente: Alfageme et al. (1992) y Contreras (2011; Cuadros IV.3.2, IV.3.3) y Memorias del BRP (1922 a 1930).

Elaboración propia.

Cotidianamente, los directores del BRP mostraron incomodidad con esta situación y mencionaron que la moneda peruana debería tener una mejor cotización, debido a su fortaleza en reservas. Señalaron constantemente dos factores que podrían explicar tal

anomalía. El primero de ellos es que, si bien la tasa de encaje en moneda nacional disminuyó en ese periodo en los bancos accionistas, no ocurrió lo mismo con el encaje en moneda extranjera. Esto se debe a que muchas de las transacciones del sector exportador se hacían en dólares estadounidenses o libras esterlinas. En la Memoria de 1926, por ejemplo, advierten: “[...] se ha intensificado la inclinación a la moneda extranjera y que es indispensable adoptar medios radicales para vencer esta preferencia que, si puede tener por origen las fluctuaciones adversas del cambio, influye a su vez sobre ellas agravándolas” (BRP, 1927, p. 5). A pesar de ello, ni en las memorias precedentes ni en las posteriores proveen una idea clara de cuáles deben ser estas medidas.

El segundo problema se encuentra en la balanza comercial y en el endeudamiento público. Sostuvieron que era muy difícil mantener un equilibrio adecuado en la balanza comercial, debido a las fluctuaciones en los precios de las exportaciones peruanas, y al crecimiento de la demanda de los productos que se importan. En el balance del año de 1924 indican, explícitamente, que el alza del precio del trigo importado afectó notablemente la balanza comercial y, en las memorias posteriores, opinan que no solo es necesario exportar más sino también estimular las “industrias” locales para disminuir las importaciones.

Sin embargo, constantemente se dice que el problema central se encuentra en el endeudamiento del Gobierno. Las remesas a nacionales residentes en el extranjero y utilidades son puntos importantes, pero no influyen tanto en el total como el primer factor mencionado. Los préstamos proporcionados por la banca de Nueva York financiaron el ambicioso programa de obras públicas del presidente Leguía, así como sus déficits presupuestales. Quiroz (1993) anota que los empréstitos más elevados se realizaron en 1927, y los acreedores del Gobierno, Seligman & Co y The National City Bank of New York, presionaron al Gobierno para adoptar medidas para proteger el tipo de cambio. Lamentablemente, no es posible verificar si estas presiones fueron las que hicieron que la libra peruana volviera a cotizarse a US\$ 4 en 1928 (ver Gráfico 2-2), pues no se detalla en ningún documento consultado, aunque se trata de una sospecha razonable.

5. Comentarios finales

Como se mencionó, la política de endeudamiento público motivó la renuncia de Cumberland al BRP y su salida del Perú. Este conflicto da también algunas pistas sobre el real nivel de independencia del BRP con respecto al Ejecutivo.

Cumberland participó de manera decisiva en la formación del BRP. Al igual que en la Superintendencia de Aduanas, él se encontró con un manejo deficiente de las estadísticas, que era un asunto central para el funcionamiento del banco, e introduce mejoras necesarias y definitivas. Pero consideraba que el nombramiento de alguien tan cercano a Leguía, como Romero, limitaba la independencia de la institución. En sus memorias, Cumberland menciona instancias donde el presidente del Directorio impulsó medidas que favorecían al Ejecutivo, y que podían poner en riesgo la credibilidad del BRP (Cumberland, 1951).

A esta inconformidad se aunaba la preocupación que le generaba la tendencia del Gobierno a cubrir el déficit fiscal con endeudamiento público. En una carta del 20 de octubre de 1922, Cumberland advierte a Leguía que el endeudamiento había crecido en 19%, y el déficit fiscal en un 26%, con respecto al año anterior y que, peor aún, el presupuesto del año siguiente estimaba un incremento sustancial del gasto público, superando lo autorizado por el Congreso. Cumberland lista una serie de gastos excesivos, como la contratación de personal y servicios innecesarios, compras muy caras y costos en proyectos públicos, aparentemente sobrevaluados. Luego, propone consolidar la deuda pública a través de un solo préstamo y una reducción notable del gasto público (Cumberland, 1922). En esa ocasión, Leguía accedió. Con ello, Cumberland logró un balance parcial del presupuesto y evitó muchos de los empréstitos solicitados por el Gobierno, que a la larga contribuyó a mantener el valor de la moneda peruana. Pero también señala que debido a la presión del Gobierno no podría detener los desbalances por mucho tiempo, así que prefiere renunciar para no verse involucrado en posibles escándalos financieros (Cumberland, 1951).

El inicio de la Gran Depresión en 1929 tuvo efectos severos sobre el precio de las exportaciones peruanas, así como sobre los flujos de capitales hacia el país. Ello aunado a una situación fiscal que, como temía Cumberland, ya era muy complicada, resultó en una depreciación acelerada de la moneda doméstica (14% en 1930 y 26% en 1931), que

motivó un nuevo y definitivo proceso de reforma del Banco Central. La invitación a Kemmerer fue hecha en noviembre de 1930 y la misión terminaría su tarea en abril de 1931.

La programación monetaria de la década conllevó una masa monetaria que no aumentó significativamente, lo que ciertamente contribuyó a la preservación del valor de la moneda. No obstante, ello podría haber comprometido el objetivo fundacional de proveer suficiente “elasticidad del crédito”. Los datos disponibles no permiten alcanzar conclusiones categóricas, pero los problemas de crédito de largo plazo, que afrontaron los agroexportadores e industriales, como señala Quiroz (1993), hacen pensar que se siguió el mismo patrón de los otros Bancos Centrales de la región: no fueron capaces de elaborar políticas que ayudasen a satisfacer la demanda por capitales por parte de los sectores productivos (Flores Zendejas, 2021). No obstante, el BRP sí tuvo éxito en la aceptación de los billetes bancarios por el público. Aunque no lo parezca, este es un logro importante, considerando que la introducción de papel moneda, emitido por una entidad ligada al Estado, no había sido fácilmente aceptada por el público en toda la historia republicana (Contreras, 2012). Sin este avance, posiblemente el ímpetu reformista de Kemmerer no habría dado los resultados que efectivamente dio.

REFERENCIAS

- Alfageme, A. (1989). El sistema monetario entre 1820 y 1930. *Moneda*, 28, 28-30.
- Alfageme, A. (1992). *De la moneda de plata al papel moneda. Perú: 1879-1930*. Banco Central de Reserva del Perú y Agencia para el Desarrollo Internacional.
- Avella Gómez, M. (2016). *La economía colombiana en la Revista del Banco de la República, 1927-2015, Tomo 1*. Banco de la República.
- Banco Central de Reserva del Perú. (1997). *La misión Kemmerer en el Perú: informes y propuestas. Volumen 1*. Banco Central de Reserva del Perú.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2006). La misión Kemmerer y su importancia para el Banco Central. *Moneda*, 132, 5-23.
- Banco de Reserva del Perú. (1923). *Memoria 1922*. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco de Reserva del Perú. (1924). *Memoria 1923*. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco de Reserva del Perú. (1925). *Memoria 1924*. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco de Reserva del Perú. (1926). *Memoria 1925*. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco de Reserva del Perú. (1927). *Memoria 1926*. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco de Reserva del Perú. (1928). *Memoria 1927*. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco de Reserva del Perú. (1929). *Memoria 1928*. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco de Reserva del Perú. (1930). *Memoria 1929*. Sanmartí y Cía Impresores.
- Banco de Reserva del Perú. (1931). *Memoria 1930*. Sanmartí y Cía Impresores.
- Cárdenas Pinzón, J. I. (2013). Evolución histórica del Banco de la República en Colombia: una aproximación. *Finanzas y Política Económica*, 5(2), 71-87.
- Congreso de la República del Perú. (1922). Diario de los debates de la Cámara de Senadores: Segundo Congreso Extraordinario de 1921. Talleres Tipográficos de La Prensa.

- Contreras, C. (Ed.). (2011). *Compendio de historia económica del Perú: economía de la primera centuria independiente, Volumen 4*. Lima: BCRP, IEP.
- Contreras, C. (2012). *La economía pública del Perú después del guano y el salitre. Crisis fiscal, y élites económicas durante su primer siglo de vida independiente*. Lima: BCRP, IEP
- Contreras, C. (Ed.) (2016). *Historia de la moneda en el Perú*. Lima: BCRP, IEP
- Contreras, C. (2021). *Historia económica del Perú. Desde la conquista española hasta el presente*. IEP.
- Corbo, V. & Hernández, L. (2005). Ochenta años de historia del Banco Central de Chile. *Economía Chilena* 8(3), 5-27.
- Cumberland, W. (20 de octubre de 1922). Carta a Augusto B. Leguía, presidente de la República del Perú. *Archivo de Relaciones Exteriores del Perú*.
- Cumberland, W. (1951). Reminiscences of William Wilson Cumberland, 1951. 286 pages. (C. C. History, interviewer) Individual interviews oral history collection.
- do Vale, A. (2021). Central bank independence, a not so new idea in the history of economic thought: a doctrine in the 1920s. *The European Journal of the History of Economic Thought*, 28(5), 811-843.
- Drake, P.W. (1994). *Money doctors, foreign debts, and economic reforms in Latin America from the 1890s to the present*. SR Book.
- Drake, P.W. (1996). La creación de los bancos centrales en los países andinos. En C. Marichal & P. Tedde (Eds.), *La formación de los bancos centrales en España y América Latina (Siglos XIX y XX), Volumen 2* (pp. 85-101). Banco de España.
- Estela, M. (1999). *El Banco Central: su historia y la economía del Perú 1821-1992. Tomo I*. Banco Central de Reserva del Perú.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (1922). Genoa Financial Commission Report. *Federal Reserve Bulletin*, 678-680.
- Flores Zendejas, J. (2021). Money doctors and Latin American central banks at the onset of the Great Depression. *Journal of Latin American Studies*, 53(3), 429-463.

- Flores Zendejas, J., & Decorzant, Y. (2016). Going multilateral? Financial markets' access and the League of Nations loans, 1923–8. *The Economic History Review*, 653-678.
- Fuchs, F. (1920). *Prospecto para el establecimiento del Banco de la Nación*. Imprenta Torres Aguirre.
- Gomez Betancourt, R. (2010). Edwin Walter Kemmerer and the origins of the FED. *Journal of the History of Economic Thought*, 32(4), 445-470.
- Gomez Betancourt, R. (2016). Edwin Walter Kemmerer (1875–1945). En G. Faccarello, & H. D. Kurz (Eds.), *Handbook on the History of Economic Analysis, Volumen I* (pp. 449-451). Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- Kemmerer, E. W. (1918). *The ABC of the Federal Reserve System*. Princeton University Press.
- Kemmerer, E. W. (1927). Economic advisory work for governments. *American Economic Review*, 17(1), 1-12.
- Kisch, C. H., & Elkin, W. A. (1928). *Central Banks: a study of the constitutions of banks of issue, with an analysis of representative charters*. Macmillan.
- Luna, P. F. (1989). 1914. Sociedad y parlamento: reflexiones en torno a una crisis. *Apuntes, Revista de Ciencias Sociales*, (24), 179-198.
- Marichal, C. (2018). *Historia mínima de la deuda externa de Latinoamérica, 1820-2010*. Colegio de México.
- McQueen, C. A. (1926). *Peruvian public finance*. Department of Commerce.
- Meisel, A. (1996). *Autonomía de la banca central e inflación. La experiencia colombiana, 1923-1995*. Banco de la República.
- Monsalve Zanatti, M. (2021). Historia empresarial peruana: de los galeones a las multilatinas, una visión de largo plazo. En Lluch, A., M. Monsalve Zanatti & M. Bucheli (Eds.), *Historia empresarial en América Latina: Temas, debates y problemas* (pp. 147-169). Universidad del Pacífico / Universidad de los Andes.
- O'Rourke, K. H., & Williamson, J. G. (2006). *Globalización e historia. La evolución de una economía atlántica del siglo XIX*. Universidad de Zaragoza.

- Ossa, F. (1993). La creación del Banco Central de Chile en 1925: antecedentes previos y los primeros años de operación. *Estudios de Economía*, 20(1), 69-101.
- Pereyra, C. (2012). La creación del Banco de Reserva del Perú. *Moneda*, 150, 7-11.
- Posso Ordoñez, R. V. (2016). Historia de la creación de la banca central Latinoamericana. *Tendencias*, 17(2), 166-187.
- Portocarrero, F. (2013). *Grandes fortunas en el Perú: 1916-1960: Riqueza y filantropía en la élite económica*. Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Quiroz, A.W. (1993). *Domestic and foreign finance in modern Peru, 1850-1950. Financing Vision of Development*. University of Pittsburg Press.
- Quiroz, A.W. (1995). Desarrollo de la banca central en Perú 1875-1935. En C. Marichal, & P. Tedde (Eds.), *La formación de los bancos centrales en España y América Latina (Siglos XIX y XX), Volumen 2* (pp. 103-119). Banco de España.
- República del Perú (1920). Constitución Política del Perú de 1920.
- Rodríguez Dulanto, A. M. (1922). *Memoria que el ministro de Hacienda y Comercio presenta al Congreso 1921*. La Opinión Nacional.
- Rodríguez Dulanto, A. M. (1923). *Memoria que el ministro de Hacienda y Comercio presenta al Congreso, 1922*. Imprenta Americana.
- Rosenberg, E. (1999). *Financial missionaries to the world: the politics and culture of dollar diplomacy, 1900-193*. Harvard University Press.
- Sargent, T. J. (1982). The ends of four big inflations. En R. E. Hall (Ed.), *Inflation: causes and effects*, (pp. 41-98). University of Chicago Press.
- Vann Zeeland, P. (1922). La reforma bancaria y monetaria en el Perú. *Revista de Ciencias Económicas*, 150-169.

CAPÍTULO 3

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

Carlos Pereyra

1. Introducción

La década de 1930 se inició con una crisis caracterizada por perturbaciones externas e internas sin precedentes, las cuales incluyeron una de las depresiones globales más profundas de la historia, así como un conjunto de sucesos políticos que convulsionaron la vida económica y social de la nación. Asimismo, este contexto propició importantes eventos institucionales, entre ellos, la visita de la histórica misión técnica extranjera Kemmerer y la creación del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Las circunstancias que rodearon la fundación del BCRP, y sus primeras experiencias como autoridad monetaria, son los principales temas de discusión de este capítulo.

Un antecedente clave de los acontecimientos que se sucedieron en los primeros años del decenio de 1930 fue la política de endeudamiento del régimen presidido por Augusto B. Leguía, quien dominó la escena política peruana en la década de 1920. Durante su segundo Gobierno (1919-1930), Leguía puso en práctica una política fiscal agresivamente expansionista. El llamado *Oncenio* fue una época de modernización en cuanto a infraestructura y urbanismo, pero detrás del discurso innovador de la *Patria Nueva* operaban prácticas deficitarias insostenibles, que a la larga contribuyeron en gran medida a la caída del régimen. A pesar del buen desempeño de los ingresos tributarios (asociado a condiciones mundiales favorables para las exportaciones peruanas y al nivel de actividad económica del país), la acelerada expansión del gasto fue financiada de

manera creciente con endeudamiento de la banca neoyorquina, en un entorno de abundante liquidez y bajas tasas de interés en los mercados internacionales. El gasto aumentó 9,3% en promedio en 1920-1929 (comparado con 8,3% en el caso de la recaudación). Ello dio lugar a déficits fiscales persistentes cubiertos con financiamiento externo, el cual llegó a representar el 40% de los recursos públicos en 1926-1928 (Zegarra, 2014).

La inviabilidad de esta política se agravó por el hecho de que los recursos externos fueron usados de manera ineficiente, principalmente para desarrollar proyectos dispersos y de baja rentabilidad. Ello se desprende de una investigación sobre empréstitos externos llevada a cabo por el Senado de los Estados Unidos (EE. UU.) en 1931-1932. Dicha indagación también indicaba que la contratación de empréstitos no era transparente e involucraba prácticas de corrupción (*Sale of Foreign Bonds and Securities in the United States*, 1932). Especialmente, el endeudamiento externo del *Oncenio* generó un estigma político que habría de pesar mucho sobre el régimen: la creciente injerencia de los acreedores externos sobre los recursos de la hacienda pública como garantía para asegurarse el pago de sus empréstitos.

La última gran operación de deuda del Gobierno de Leguía tuvo consecuencias significativas para los eventos posteriores. La Ley 5930 (18 de diciembre de 1927) autorizó la emisión de la primera serie de bonos del Empréstito Nacional Peruano, por US\$ 50 millones, con J. W. Seligman & Co. y el National City Bank de New York, representados por Broderick Haskell Jr. y Claud W. Calvin, respectivamente. Dichos recursos debían ser usados para la redención de empréstitos anteriores; la continuación de la obra pública; y la constitución de un “fondo de oro para cambios” de US\$ 4 millones, orientado a estabilizar el tipo de cambio en US\$ 4 por libra peruana, cuando los desequilibrios macroeconómicos creaban considerable presión sobre la moneda nacional.

Ya habían sido dados importantes pasos en este sentido. La protección a las industrias nacionales y la restricción del consumo suntuario, mediante la aplicación de impuestos a las importaciones, fueron parte de las medidas preliminares con las que el Gobierno preparó su intervención en el problema del cambio. Ambas medidas estaban orientadas a mejorar nuestra balanza comercial, disminuyendo nuestros saldos deudores en el extranjero. En igual sentido actuaba el programa de vialidad desarrollado por el Gobierno, pues la facilidad de las comunicaciones era primordial para aumentar la

producción y, por consiguiente, mejorar la balanza comercial. El Banco de Reserva del Perú (BRP) indicó lo siguiente sobre su rol en este “plan de estabilización”:

Completando su programa, el Gobierno ha separado del último empréstito de \$ 50'000,000, contratado en el mercado de Nueva York, la suma de \$ 4'000,000, como fondo de estabilización, y ha invitado al Banco de Reserva para que, conjuntamente con él y con la Agencia Fiscal en el extranjero, coopere en esta obra de interés nacional. El Banco de Reserva ha aceptado la invitación y pondrá al servicio del plan común todos los elementos que, como instituto regularizador de la circulación, puede poner en actividad (BRP, 1928, p. 5).

Asimismo, para asegurar el uso de las rentas nacionales en el pago de la deuda, el artículo 12 del acuerdo designaba a los bancos acreedores como “agentes fiscales” de la República; y, como tales, les confería el derecho de nombrar a un miembro del Directorio de la Caja de Depósitos y Consignaciones (el ente recaudador del Estado) y al décimo director del BRP. Los agentes fiscales nombraron a Broderick Haskell como director en ambas instituciones.

Este último esquema de endeudamiento del régimen de Leguía terminó abruptamente con el episodio que marcaría la década de 1930 a nivel internacional: la Gran Depresión.

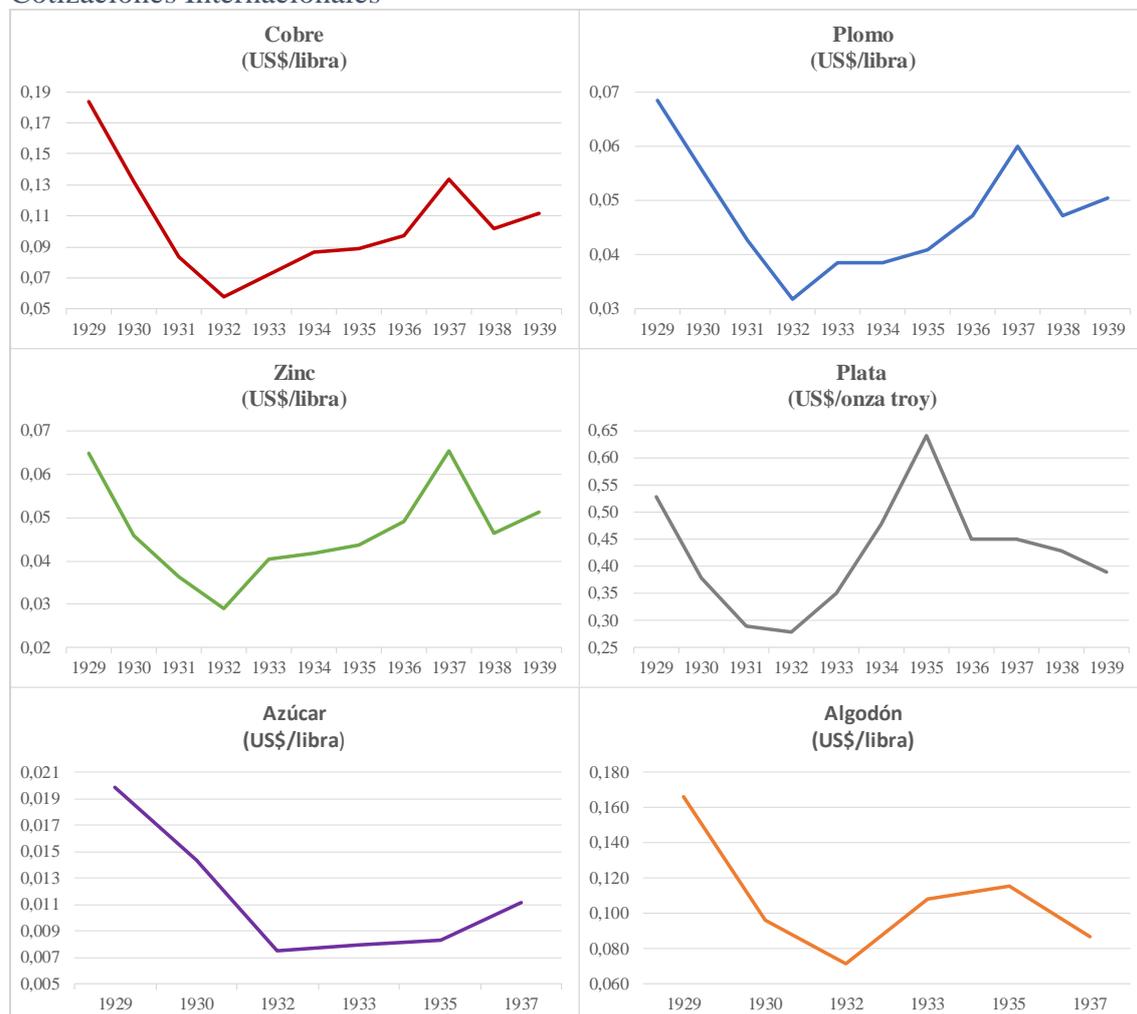
2. La Gran Depresión

El colapso de la Bolsa de Valores de Nueva York, ocurrido el 24 de octubre de 1929, tuvo implicancias catastróficas para las finanzas, la producción y el empleo en los EE. UU. Este impacto fue transmitido rápidamente a los mercados internacionales, dando inicio a la Gran Depresión, una de las peores crisis que jamás hayan golpeado a la economía mundial.

La economía peruana, dependiente en gran medida de la exportación de materias primas, resultó afectada de inmediato por la menor demanda mundial de dichos productos, y la consecuente caída de sus precios internacionales, que se extendió hasta 1932. Por ejemplo, los precios de los productos mineros de exportación como el cobre, el plomo, el zinc y la plata se desplomaron, en términos nominales, en 68,4%, 53,6%, 55,2% y 47,1% respectivamente, entre 1929 y 1932. Asimismo, el azúcar y el algodón descendieron 62,3% y 56,9%, respectivamente, en el mismo período (Gráfico 3-1). Como resultado, el volumen y el valor de las exportaciones peruanas cayeron 12% y 31% por

año, respectivamente, entre 1929 y 1932 (Zegarra, 2014). Esta situación empeoró por la exacerbación de las prácticas proteccionistas adoptadas por los socios comerciales del Perú. Posteriormente, las presiones recesivas de la economía mundial provocaron un marcado declive en la industria, el comercio, las finanzas y demás ramas de la actividad económica peruana, acompañado por una fuerte deflación.

Gráfico 3-1
Cotizaciones Internacionales



Fuente: Productos mineros: U.S. Geological Survey; azúcar y algodón: Bardella (1989).

En el caso del Perú, como se señaló antes, existió el elemento agravante de la fuerte dependencia crediticia heredada del Gobierno de Leguía:

La naturaleza de la política financiera del Gobierno de Leguía hizo que ese colapso tuviera repercusión inmediata en la economía peruana. Al interrumpirse el financiamiento

externo, se suspendió la segunda serie del Empréstito Nacional Peruano. El Tesoro quedó sin recursos y se paralizaron las obras públicas del Oncenio¹ (Estela, 1999, p. 112).

Si bien la suspensión del Empréstito Nacional Peruano y la caída de la recaudación obligaron a un ajuste del gasto, el Gobierno incurrió en déficit, en gran parte por la presión de los empleados públicos, sindicatos y miembros de las Fuerzas Armadas: la burocracia estatal había aumentado en 20% (y los salarios públicos en 33%) en el periodo 1926-1931 (Klarén, 2004). La incapacidad de resolver el desequilibrio fiscal fue un obstáculo para la estabilización cambiaria y los posteriores proyectos de reforma monetaria, como se verá más adelante.

La abrupta interrupción de los flujos comerciales y la suspensión de la segunda serie del Empréstito Nacional Peruano, luego del llamado “jueves negro”, también mermó la capacidad del BRP para mantener la meta cambiaria acordada desde 1928. El Directorio del BRP venía analizando tanto las fluctuaciones como las acciones especulativas del mercado cambiario a lo largo de 1929. Como medida para moderar la demanda de divisas luego del colapso bursátil de Nueva York, el Directorio resolvió elevar la tasa de descuento de 6% a 7% el 31 de octubre y a 8% el 12 de noviembre. Sin embargo, ante la acelerada disminución del flujo de dólares, a fines de noviembre de 1929 el BRP abandonó la meta cambiaria de US\$ 4 por libra peruana. Como indicó el BRP:

La baja de nuestros principales productos de exportación, la disminución de la cosecha de algodón y la crisis bursátil de Nueva York en octubre pasado, han sido factores adversos a la estabilidad del cambio, que, desde abril de 1928, había logrado fijarse al tipo de \$ oro americano 4 por Lp. Esta cotización se mantuvo hasta mediados de noviembre, época en que se dejaron sentir en nuestra economía los efectos de la crisis de Nueva York, la que fue un elemento decisivo en el desequilibrio de los cambios. Aunque se ha mantenido nominalmente el tipo de \$4 por Lp., la Bolsa ha dejado de cotizar las monedas extranjeras y los bancos han estado operando según sus disponibilidades a tipos diversos (BRP, 1930, p. 5).

Asimismo, el Gobierno optó por imponer controles cambiarios:

- Decreto Supremo del 12 de diciembre de 1929: Estableció que las agencias o sucursales de bancos extranjeros, así como los bancos nacionales, quedaban prohibidos de hacer inversiones en valores extranjeros, debiendo liquidar los que tuvieran, así como los créditos sustentados por esa clase de valores, en un plazo de seis meses. Fue prohibida también la emisión de valores nacionales, cuyo pago

¹ El Empréstito Nacional Peruano estaba valorizado en US\$ 25 millones y £ 2 millones (Salinas, 2020, p. 387).

estuviera estipulado en moneda extranjera. El Decreto Supremo fue ampliado, el 14 de diciembre, para establecer que los contratos de mutuo y venta, así como las operaciones comerciales que se realizaran en el país, no podían pactarse en moneda extranjera.

- Decreto Supremo del 4 de enero de 1930: Estableció que el pago de intereses y amortización de los bonos hipotecarios, emitidos dentro de la república, en moneda extranjera, se debía hacer en moneda nacional, al tipo de cambio de US\$ 4 por libra peruana o su equivalente en moneda inglesa. Sin embargo, el BRP estimó que esta medida no era efectiva y contrariaba las disposiciones del Código Civil (BRP,1930; p. 6).
- Decreto Supremo del 13 de enero de 1930: Especificó que “no ha sido la mente del Gobierno al expedir el decreto de fecha 14 del mes pasado, prohibir los contratos en moneda extranjera cuando tengan relación con el comercio internacional”; y por lo tanto excluye “los contratos de compra-venta de artículos de exportación, los de habilitación para la producción de los expresados artículos, los de fletamento y los correspondientes a la importación de mercaderías extranjeras”.

3. El Sol de Oro

El Gobierno, apremiado, adoptó tres medidas extraordinarias en febrero de 1930, buscando obtener recursos adicionales para solventar el gasto público, en última instancia por medio del BRP.

La Ley 6745 autorizó al Ejecutivo a celebrar un empréstito hasta por 960 mil libras peruanas, destinado a la ejecución de obras de irrigación y ferrocarriles. Al mismo tiempo, la Ley 6747 (artículo 23) añadió un artículo transitorio a la Ley Orgánica del BRP (Ley 4500), según el cual la totalidad o parte del empréstito al que se refería la Ley 6745 podía ser redescontado por el BRP a los bancos tenedores de los documentos representativos de dicho empréstito. Es decir, la operación equivalía a un financiamiento indirecto del BRP al Gobierno, práctica que habría de reiterarse en los años siguientes.

La Ley 6746 creó el sol-oro y estableció que las obligaciones, contraídas hasta entonces en libras peruanas, serían canceladas a razón de diez soles por libra peruana. La

Ley fue presentada como una iniciativa de estabilización monetaria, mediante un retorno al patrón en la modalidad de *gold coin standard*, como el que había regido en el Perú en 1898-1914 (con monedas de oro, acuñadas conforme a las características descritas en la ley, y billetes representativos de ellas).

Sin embargo, en los hechos, la medida tenía un propósito fiscal. La nueva equivalencia de 0,601853 gramos de oro por sol (6,01853 gramos por libra peruana) implicaba una devaluación de 18% con relación al valor mencionado en la Ley Orgánica del BRP (7,323 gramos por libra peruana) y una fijación cambiaria implícita de US\$ 4 por libra peruana. Asimismo, el artículo 12 indicaba lo siguiente: “El oro que por razón del nuevo patrón monetario creado por esta ley ha de resultar sobrante, quedará en poder del Banco de Reserva, para aplicarlo en su integridad a fines de estabilización o ampliación de la emisión”. Esta ganancia de señoreaje fue apropiada por el Gobierno para contribuir a cubrir sus necesidades fiscales.

Finalmente, el patrón de oro no se puso en práctica, pues el Ejecutivo no llegó a autorizar el uso de giros sobre oro físico en Nueva York o Londres, ni el cambio de circulante por monedas de oro (artículo 8); vale decir, se mantuvo el régimen de papel moneda inconvertible. En resumen, la medida reducía considerablemente la capacidad del BRP para estabilizar el tipo de cambio, en un contexto en que el respaldo en oro de los billetes había descendido en relación con el 69% de fines de 1929 (BCRP, tomo I, 2000, p. XXVI).

4. La Misión Kemmerer

Antecedentes

La continuación de la crisis internacional durante 1930 acentuó el deterioro económico y social en el Perú, que a su vez exacerbó la animadversión general contra el Gobierno. Recogiendo las críticas de la población contra la incompetencia económica y el autoritarismo de Leguía, el comandante Luis M. Sánchez Cerro, mediante un manifiesto lanzado en Arequipa, se declaró en rebeldía contra el Gobierno. Sánchez Cerro lideró un levantamiento que culminó con el derrocamiento de Leguía el 25 de agosto, y encabezó una Junta de Gobierno, que se instauró el 27 de agosto.

Sánchez Cerro ganó adeptos entre la población gracias a una serie de medidas de impacto social, como la abolición de la conscripción vial (que obligaba a los varones a trabajar en obras públicas, una práctica ampliamente impopular), al igual que obras de caridad para aliviar la condición de los pobres (Klarén, 2004). Al mismo tiempo, la caída de Leguía arrastró al Banco del Perú y Londres—una importante institución financiera notoriamente vinculada a su régimen—, que sufrió una corrida bancaria el 11 de octubre. El colapso del Banco del Perú y Londres agudizó considerablemente la incertidumbre y el pesimismo de los mercados. Por su parte, el BRP se mantuvo abogando por la restauración del equilibrio fiscal y reafirmando los principios por los que debía regirse:

Sujetar los gastos públicos al límite de la posibilidad de una tributación que sea soportada por la masa contribuyente sin poner en peligro el desarrollo de las fuerzas económicas del país, debe ser la primera preocupación de quienes tienen a su cargo la gestión de la Hacienda Pública; consecuente con estos principios, el Banco de Reserva continuará su política de que el crédito que concede sea empleado en atender solamente aquellas necesidades que deben ser satisfechas con la emisión de billetes, de acuerdo con los fines para que el Banco ha sido creado, lo cual además de estar prescrito por la ley excluye la posibilidad de que el Banco sea solicitado para atender necesidades fiscales (BRP, 1931, p.3).

En este entorno, las presiones cambiarias seguían siendo incontenibles:

La marcha del cambio ha sido completamente desfavorable para nuestra moneda durante el año que comentamos; el ambiente de desconfianza, creado por razones políticas, agregándose a la persistencia de los bajos precios de nuestros principales productos de exportación son los factores que principalmente han contribuido en los últimos meses a disminuir el poder adquisitivo de nuestra moneda (BRP, 1931, p. 5).

Este conjunto de circunstancias llevó inicialmente a un consenso, entre los principales actores políticos, económicos, financieros e institucionales, sobre la conveniencia de encargar un plan de estabilización a un renombrado grupo de especialistas en temas monetarios, fiscales y financieros, encabezado por el Profesor Edwin W. Kemmerer. Durante la década de 1920, Kemmerer había ganado una sólida reputación por sus misiones sobre finanzas fiscales y bancarias en Colombia, Ecuador, Bolivia y Chile, las cuales sirvieron para mejorar la calificación de esos países como sujetos de crédito de la banca neoyorquina.

Kemmerer, quien se desempeñó como profesor de economía y finanzas en la Universidad de Princeton durante casi toda su carrera, participó en la organización del Sistema de la Reserva Federal de los EE. UU., en los años previos a su fundación (1913), y fue nombrado presidente de la *American Economic Association* en 1926. Por recomendación del Departamento de Estado norteamericano, en 1923 llevó a cabo en

Colombia su primera misión integral; es decir, un estudio completo de las instituciones financieras y fiscales del país, acompañado por un equipo de expertos. Desde entonces, su prestigio promovió invitaciones de varios gobiernos sudamericanos, sin mediación oficial de los EE. UU. (Drake, 1989). Si bien inevitablemente su trabajo debía conciliar los intereses de todas las partes involucradas, Kemmerer se rigió siempre por objetivos académicos, es decir, la búsqueda de la estabilidad monetaria, financiera y fiscal, con énfasis en el marco institucional necesario para lograrla. Kemmerer, en particular, era un convencido defensor del régimen monetario del patrón de oro.

Hacia el final de su Gobierno, Leguía aparentemente había intentado establecer contacto con Kemmerer. A medida que se profundizaba la crisis, había expresado que necesitaba el “apoyo moral” de la opinión de una autoridad financiera reconocida sobre cómo estabilizar la moneda. Es razonable pensar que Leguía esperaba presentar una visita de Kemmerer como su “mejor carta” para impresionar a los banqueros norteamericanos, y respaldar las políticas de austeridad que venía implementando apresuradamente. A medida que se multiplicaban las protestas contra el Gobierno, a mediados de 1930, quedaba claro que la presencia de un especialista, con el peso profesional de Kemmerer, podía resultar crucial para acceder a un nuevo crédito. En términos políticos, un plan económico creíble y un crédito de emergencia podían aumentar las probabilidades de supervivencia del régimen; pero en ese momento, Kemmerer se encontraba en misión en Colombia, y le fue imposible venir al Perú antes de la caída de Leguía, en agosto de 1930 (Drake, 1989).

Sin embargo, la propuesta de invitar a Kemmerer continuó con decisión. Hacia octubre de 1930, la situación fiscal era seriamente deficitaria: los ingresos no alcanzaban para atender los rígidos gastos administrativos del Gobierno y el servicio de la deuda; y las expectativas de obtener créditos externos se iban diluyendo. Este hecho y la contracción de los precios internacionales de las exportaciones peruanas acentuaron la inestabilidad del tipo de cambio (Estela, 1999). Lionel Stahl, el nuevo representante de los agentes fiscales (los bancos neoyorquinos J. W. Seligman & Co. y National City Bank) y, como tal, miembro de los directorios de la Caja de Depósitos y Consignaciones y del BRP, recomendó a Sánchez Cerro continuar con el plan de Leguía de invitar a Kemmerer. Entre los bancos acreedores crecía la inseguridad sobre el cumplimiento del pago de la deuda, considerando el clima político, marcado por un renovado nacionalismo luego del derrocamiento de Leguía. La incertidumbre sobre las intenciones del nuevo Gobierno,

que proyectaba una impresión de inexperto e impredecible, contribuía a ese nerviosismo. Especialmente, los banqueros transmitieron la idea de que un *plan integral de estabilización* para reducir los gastos del Gobierno, mejorar la gestión del BRP y los bancos comerciales, fortalecer la moneda y, por lo tanto, mantener el pago de la deuda, debía ser elaborado por Kemmerer u otro experto de renombre. Recalcaban que “el prestigio de Kemmerer era tan grande, y él era considerado tan sólido, que cualquier recomendación que viniera de él, incluso una moratoria, sería acogida por los banqueros si el Perú adoptaba sus planes” (Drake, 1989). Posiblemente el nuevo entorno de Sánchez Cerro, formado por miembros de la élite tradicional, especialmente hacendados azucareros y algodoneros, también haya estado interesado en un plan de estabilización para resolver la grave inestabilidad económica y social del país, aunque en realidad su objetivo permanente era obtener ayuda gubernamental para sus industrias (Klarén, 2004).

Finalmente, la iniciativa de invitar a la misión Kemmerer fue liderada por el BRP, que en principio apoyaba la propuesta de regresar al patrón de oro, dentro de un marco macroeconómico que lo hiciera viable:

Es inútil buscar para la continuada depreciación de la moneda nacional otra causa que no sea la condición de inconvertibilidad del billete; y es igualmente inútil buscar otro remedio que no sea la estabilización.

[...]

La necesidad imperiosa de detener la progresiva depreciación de la moneda nacional mediante el regreso del patrón de oro y el maduro examen de nuestra situación económica general, complicada con la inactividad forzosa del Banco del Perú y Londres, indujeron al Directorio del Banco de Reserva a juzgar que era de gran conveniencia nacional solicitar del señor Profesor E. W. Kemmerer su autorizada opinión, invitándolo a hacer el estudio de los graves problemas relacionados con nuestro porvenir económico (BRP, 1931, p. 5).

Con la aprobación del Gobierno, Manuel A. Olaechea, presidente del BRP, formalizó la invitación en noviembre de 1930. En su respuesta, Kemmerer especificó la cobertura de la misión:

[...] llevaría al Perú en enero una comisión de expertos que cubra campos moneda, asuntos bancarios, impuestos, crédito público, presupuestos y contabilidad y administración aduanas. La comisión trabajará tres meses en el Perú. Usted proveerá todo lo que se necesite: auxiliares legales, empleados, traductores. Los honorarios totales de la Comisión por un período de tres meses, más tiempo de viaje, serán de cien mil dólares en Nueva York, más gastos necesarios de viaje y gastos de vida para miembros de la comisión (Memoria de Hacienda 1931-1932, como se citó en Estela 1999, p. 123).

El 13 de enero de 1931 arribó la misión Kemmerer, compuesta por ocho miembros: Edwin Kemmerer, experto en moneda y banca; Paul M. Atkins, experto en crédito público; Joseph T. Byrne, experto en presupuesto y contabilidad; Walter van Deusen, experto en banca; William F. Roddy, experto en aduanas; John Philip Wernette, experto en tributación; Stokeley W. Morgan, secretario general; y Lindsley Dodd, secretario auxiliar. Para desempeñar sus labores, la misión se instaló en el local del BRP.

Como nota histórica, conviene tener presente que el trabajo de la misión Kemmerer (enero-abril de 1931) se desarrolló en medio de una serie de sucesos poco propicios, inclusive, en términos políticos, “una de las etapas más llenas de incertidumbre y de inestabilidad en la historia del Perú republicano”, en palabras del historiador Jorge Basadre (Basadre, 2005, p. 61).

En el plano económico y financiero, el nombramiento de Olaechea—decidido partidario de la disciplina fiscal y principal promotor de Kemmerer—como ministro de Hacienda y Comercio, en noviembre de 1930, era consistente con los propósitos de la misión. Sin embargo, fue desalentador que su plan de austeridad presupuestal no fuera aceptado por la Junta de Gobierno, por lo que renunció el 30 de enero de 1931. Asimismo, el 27 de febrero, la Superintendencia de Bancos declaró la quiebra del Banco del Perú y Londres, que había entrado en graves problemas de insolvencia desde octubre del año anterior.

En el terreno político, la decisión de Sánchez Cerro de convocar a elecciones para elegir simultáneamente al presidente y a una Asamblea Constituyente (6 de febrero) dio inicio a un período de gran turbulencia. La medida fue vista como una maniobra electoral y despertó muchas críticas, pues Sánchez Cerro se postulaba como candidato con las ventajas que le daba estar en el poder. La oposición dentro de las propias Fuerzas Armadas, especialmente por parte de oficiales que se consideraban postergados por Sánchez Cerro, desembocó el 20 de febrero en la rebelión de la guarnición de Arequipa y alzamientos en Cuzco, Piura y Lambayeque. El 23 de febrero, Sánchez Cerro postergó las elecciones, pero se dispuso a sofocar el levantamiento, llevando al país al borde de la guerra civil. La Marina, al intervenir para impedir un enfrentamiento, pidió el nombramiento de una Junta de Gobierno, encabezada por el presidente de la Corte Suprema. La rápida secuencia de presidentes de la Junta de Gobierno, luego de la renuncia de Sánchez Cerro (1 de marzo), terminó el 11 de marzo, con el nombramiento del político

David Samanez Ocampo. Así, cinco presidentes se sucedieron en los primeros días de marzo de 1931.

Asimismo, a los pocos días de asumir el poder, Samanez Ocampo declaró la moratoria unilateral del Empréstito Nacional Peruano (Ley 7062 del 20 de marzo de 1931). La imposibilidad de cumplir con el servicio de dicho empréstito fue justificada por el deterioro de los ingresos fiscales, causado por el impacto de la crisis internacional, los “desaciertos financieros” del régimen de Leguía, los movimientos políticos recientes y la quiebra del Banco del Perú y Londres. La medida afectaba a uno de los principales objetivos de Kemmerer—una racionalización fiscal compatible con un entendimiento con los acreedores para preservar el acceso al mercado internacional de crédito—antes incluso de que la misión pudiera presentar su trabajo.

El 13 de abril de 1931, la misión Kemmerer había concluido la preparación de nueve proyectos de ley y dos informes:

Cuadro 0-1

Trabajos de la misión Kemmerer

Proyectos de Ley	Informes
1. General de Bancos	1. Crédito Público
2. Monetaria	2. Política Tributaria
3. Creación del Banco Central de Reserva del Perú	
4. Orgánica de Presupuesto	
5. Reorganización de la Tesorería Nacional	
6. Impuesto a la Renta	
7. Aduanas	
8. Reorganización de la Contraloría General	
9. Contribución predial para los Concejos Provinciales y Municipales	

Kemmerer y quienes lo apoyaban, en toda ocasión, enfatizaban que el éxito del plan de estabilización requería la implementación conjunta de todos estos componentes, así como un gran compromiso por parte de los responsables de su implementación. En palabras del propio Kemmerer:

Si estos proyectos se ponen en vigencia como leyes de la República y se aplican estrictamente de acuerdo con su espíritu y letra, la misión tiene confianza en que estas leyes constituirán una medida eficaz de reorganización financiera. Sin embargo, es preciso hacer hincapié sobre el hecho de que es requisito indispensable para la eficiente administración financiera de un país, el nombramiento de elementos realmente capacitados para dirigir las diversas oficinas administrativas. Es de importancia realmente trascendental para un país tener un buen cuerpo de leyes, pero tales leyes poco o nada servirán si su cumplimiento y vigilancia no se confía a hombres realmente idóneos e instruidos de un espíritu de civismo acrisolado. Hombres de esta talla existen en el Perú. La suerte de estas leyes dependerá en gran parte de la forma en que el país sepa valerse de los servicios de estos hombres para desempeñar estos altos cargos de la administración

pública creados en virtud de las leyes mencionadas y de la forma en que se les preste su apoyo de autoridad en el desempeño de sus caras funciones (Basadre, 2005, p. 99).

Ley Monetaria

El 15 de abril de 1931, la misión Kemmerer entregó el Proyecto de Ley Monetaria y Exposición de Motivos al presidente del Directorio del BRP. El Decreto Ley 7126 (18 de abril de 1931) estableció, como primer considerando, que “la estabilidad monetaria es base del bienestar del país”. Ratificó que la unidad monetaria del país era el sol de oro sin acuñar (*gold exchange standard* o patrón de oro de cambio) y redujo el contenido de oro a 0,421264 gramos (US\$ 0,28) por sol. Ello implicó una devaluación del 30% respecto del contenido de 0,601853 gramos (US\$ 0,40) por sol establecido por la Ley 6746 (11 de febrero de 1930). Asimismo, indicó que la ganancia producida por la revalorización de la unidad monetaria debía ser un aporte del Gobierno al capital del nuevo BCRP, creado también por recomendación de la misión Kemmerer.

Al respecto, el BCRP enfatizó las condiciones necesarias para la viabilidad del nuevo régimen monetario:

Constituida [la misión Kemmerer] por especialistas en los diversos ramos de la economía y las finanzas, no dejó ella de considerar las condiciones difíciles que atravesaba la nación para adoptar un sistema monetario cuyo mantenimiento exige eficaces medidas de orden y disciplina en la política y en las finanzas públicas. La Misión preparó con ese motivo y dentro de la lógica de sus procedimientos, como complemento o parte integrante de sus estudios monetarios y bancarios, sendos proyectos sobre régimen de impuestos, organización de las Aduanas y de otras instituciones fiscales como la Contraloría y el Tesoro, y sobre el régimen del presupuesto (BCRP, 1933, p. 24).

Creación del BCRP

El 17 de abril de 1931, la misión remitió al presidente del Directorio del BRP el Proyecto de Ley para la creación del BCRP y Exposición de Motivos. El Decreto Ley 7137 (18 de abril de 1931) creó el BCRP, “que ha de servir de fundamento para el mantenimiento de la estabilidad monetaria y el desenvolvimiento de la vida económica del país”.

En su exposición de motivos, la misión señalaba que, luego de conferenciar con diversos responsables de política y actores económicos, había identificado los siguientes problemas en la organización de la banca central en el Perú:

1. Predominio de los intereses de los banqueros (de los diez directores, seis eran nombrados por los bancos que operaban en el Perú y el séptimo por los bancos extranjeros (los agentes fiscales).
2. Capital reducido y falta de fuerza para resistir presiones políticas; y, por lo tanto, limitada capacidad para (i) mantener una moneda estable y (ii) proporcionar liquidez adecuada en tiempos de emergencia.
3. Restricción de sus operaciones casi por completo a Lima y sus alrededores.

Mandato

La Ley tenía la forma de un contrato entre el Gobierno y el BCRP durante 30 años. El mandato del BCRP se centraba en mantener el circulante, debidamente respaldado, en la forma establecida por el nuevo régimen monetario:

Nuestro sistema monetario [está] implantado sobre la base de un instituto emisor de la moneda legal, fiduciaria y convertible, dentro del régimen del patrón oro:

La función primordial del Banco Central de Reserva es mantener en todo tiempo un circulante saneado. Para ello necesita conservar su activo en condiciones insospechables de solvencia y liquidabilidad. El Banco no emite moneda fiduciaria sino contra oro o con motivo de operaciones originadas en el proceso de la producción a muy breve plazo. El billete representa, así, oro o bienes en gestación rápidamente convertibles en oro. Mediante este procedimiento no cabe creación artificial de riqueza ni por tanto inflación del circulante. Cada billete equivale a oro o mercaderías en rápido proceso de elaboración o venta.

Para que el Banco Central pueda hacer frente en todo momento a la demanda de redención de sus billetes por oro o giros oro, manteniendo la inalterabilidad de los cambios internacionales y el valor estable de la moneda en el interior del país, es indispensable que mantenga su activo en condiciones de liquidabilidad. Por esto se prescribe que las operaciones que efectúa en forma de descuentos o redescuentos, sean a muy breve plazo, retirando los billetes que emite cuando las operaciones se liquidan. Así no inmoviliza sus disponibilidades y puede atender en cualquier momento a las demandas de conversión de sus billetes (BCRP, 1932, p. 114).

Funciones

En cuanto a los instrumentos para cumplir su mandato, se confería al BCRP el derecho exclusivo de emitir billetes durante la vigencia de su relación contractual con el Gobierno (artículo 54). Asimismo, el Directorio fijaba los tipos de redescuento, descuento e

intereses que el BCRP debía aplicar al redescuento, descuento o compra de documentos de crédito elegibles a los bancos y al público (artículo 52). El BCRP también servía como cámara de compensación.

Por otro lado, los artículos 61-63 explican el mecanismo de la convertibilidad, destinado a mantener el valor de los billetes en su paridad legal de oro. Para este fin, los billetes del BCRP debían ser redimidos a la vista en una de las dos formas siguientes:

1. Barras y monedas de oro según la equivalencia establecida en la Ley Monetaria.
2. Giros a la vista sobre Nueva York o Londres pagaderos en oro o su equivalente y girados contra los fondos del Banco Central de Reserva depositados en bancos acreditados ubicados en dichas ciudades.

La exposición de motivos enunciaba: “Es sumamente importante que el Banco siempre redima sus billetes sin restricciones y a su presentación, y es igualmente importante que, al presentarse gran cantidad de solicitudes para la redención de billetes, se disminuya la circulación monetaria en el país a medida que disminuye el encaje de oro en el Banco”.

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

Es importante notar que la exposición de motivos enfatizaba: “Claro está que no debe esperarse que el Banco Central de Reserva del Perú proporcione capitales permanentes a sus bancos asociados”. En los hechos, este y otros principios iban a resultar debilitados a los pocos meses de la creación del BCRP.

Asimismo, con el fin de asegurar los recursos necesarios para que el BCRP cumpliera sus funciones, originalmente se autorizó un capital de S/. 30 millones, el cual podría ser aumentado hasta S/. 40 millones. Esta provisión también iba a tener corta duración, en favor de otros objetivos.

Directorio

La exposición de motivos recalca que las decisiones del BCRP debían tener un sentido estrictamente institucional: “Cada miembro del Directorio siempre debería mirar los problemas del Banco y dar su voto en ellos únicamente desde el punto de vista del bienestar del país entero, y no de cualquier interés especial comercial, profesional o político”. De allí el tenor del artículo 33: “Todo director del Banco o de alguna sucursal, sea quien fuere que lo haya elegido o nombrado, será considerado como representante de la Nación entera, y su voto favorecerá siempre lo que estime ser de provecho para los intereses públicos generales”.

Anteriormente, el Directorio del BRP estaba compuesto por seis representantes de los bancos, tres del Ejecutivo y uno de los agentes fiscales. En contraste, para el Directorio del BCRP se propuso una distribución más equitativa entre los representantes de la banca, el Ejecutivo y los grupos económicos más importantes del país—Sociedad Nacional Agraria (SNA), Sociedad Nacional de Industrias (SIN) y Cámaras de Comercio—, estos últimos para contrapesar el predominio de los banqueros. Así, el Gobierno declaró en funciones al BCRP el 3 de setiembre de 1931 con un Directorio presidido por Manuel Augusto Olaechea, Pedro Beltrán como vicepresidente y directores representantes de los bancos nacionales, bancos extranjeros y sectores económicos como muestra en Cuadro 3-2 (columna correspondiente al año 1931):

Cuadro 3-2

Directivos del Banco Central de Reserva del Perú, 1931-1939

	Sector	Años	31	32	33	34	35	36	37	38	39
Augusto Maurer	Industria	9	D	D	D	D	D	D	D	D	D
Gino Salocchi	Banca	9	D	D	D	D	D	D	D	D	D
Fernando Gazzani	Político	8		D	D	V	V	V	V	V	P
Manuel Prado	Político	7		DG	DG	PG	PG	P	P	P	
Pedro Caso	Político	7			D	D	D	D	D	D	D
Francisco Echenique	Banca	7			D	D	D	D	D	D	D
Fernando Wiese	Comercio	6				D	D	D	D	D	D
William Dawkin	Banca	4				D	D	D	D		
Enrique Grau	Político	4				D	D	D	D		
Manuel del Solar	Agropecuario	4				D	D	D	D		
Clemente de Althaus	Comercio/Banca	4						G	G	G	VG
Manuel Olaechea	Agropecuario	3	P	P	P						
Pedro Beltrán	Agropecuario	3	V	V	V						
Luis Alayza y Paz Soldán	Político	3	D	D	D						
Domingo López de la Torre	Político	3	D	D	D						
Augusto N. Wiese	Comercio	3	D	D	D						
Fritz Ehrlich	Banca	2	D	D							
Manuel Irigoyen	Banca	2	D	D							
Carlos Palacios	Agropecuario	2								D	D
Henry Stenning	Banca	2								D	D
Carlos Ledgard	Político	1	D								
Gustavo de la Jara	Banca	1	G								
Arthur Dewey	Banca	1			D						
Oscar Ramos Cabieses	Político	1								D	
Luis Montero y Tirado	Comercio	1									D

Notas: La columna “Años” muestra el número de años que el funcionario ocupó algún cargo. Luego, se muestran los cargos ocupados para cada año, según la leyenda: P = Presidente, V = Vicepresidente, G = Gerente general, D = Director. Los nombres se ordenan por el valor de “Años” y luego cronológicamente según la primera aparición.

Fuente: Memorias BCRP (1931-1939).

Autonomía

En sus indagaciones con responsables de política y actores económicos y financieros, la misión identificó una fuerte percepción de que el mayor riesgo para un banco central era su exposición a presiones políticas; es decir, ser usado para obtener financiamiento, en vez de aumentar la recaudación o controlar el gasto, con el consiguiente peligro de crear presiones inflacionarias, agotar las reservas de oro y hacer insostenible el patrón de oro. En respuesta a esta preocupación, varias secciones de la Ley y su exposición de motivos están dedicadas a “limitar el peligro de la explotación política o gubernativa”.

Primero: si bien la Ley admite la presencia de representantes del Gobierno en el Directorio, los reduce a una minoría y confiere voz a una diversidad de actores económicos y financieros.

Segundo: el artículo 50 acota los préstamos del BCRP al Gobierno hacia operaciones de corto plazo con garantía líquida. Específicamente, el BCRP quedaba facultado solo a redescantar a los bancos asociados, en calidad de prenda, giros a plazo no mayor de tres meses emitidos por el Gobierno, y garantizados por las rentas nacionales a ser recaudadas por la Caja de Depósitos y Consignaciones. Asimismo, el monto total de dichos giros en poder del BCRP, en cualquier momento, no debía exceder el 20% de su capital. Es decir, la Ley Orgánica definía el tipo de instrumentos que podían ser usados en estas operaciones, así como el valor máximo de dichos instrumentos en poder del BCRP (en todo momento). La exposición de motivos menciona que tales operaciones de corto plazo son habituales y contribuyen a la continuidad del gasto público, pues “la mayor parte de los gastos públicos [...] suelen ser bastante uniformes durante el año, en tanto que la mayor parte de los ingresos del gobierno [...] se perciben a intervalos periódicos”. Al mismo tiempo, destaca que el artículo 50 busca proteger al BCRP contra “uno de los mayores peligros que amenazan un banco central recién organizado”, es decir, la presión gubernamental para obtener financiamiento en la forma de préstamos directos, compras de bonos u otros valores del Estado por parte del BCRP, o préstamos al público con prenda de valores del Estado:

Los empréstitos al gobierno del Perú no son líquidos, ni existe en este país un mercado para los bonos del gobierno suficientemente amplio y activo para permitir que estos sean fácilmente negociables en cantidad considerable y en épocas de emergencia sin grandes sacrificios en los precios. Bajo estas circunstancias, conceder préstamos directos al gobierno y tener bonos del gobierno en calidad de inversión no son funciones que propiamente corresponden al Banco Central de Reserva (BCRP, tomo I, p. 89)

Tercero: el artículo 53 establece que, salvo lo especificado en el artículo 50, el BCRP no concederá empréstitos, préstamos, descuentos o adelantos de otra clase a ningún Gobierno, sea peruano o extranjero, ni hará inversiones en bonos, obligaciones u otras formas de adeudo de ningún Gobierno.

Cuarto: para reforzar lo anterior, el artículo 72 (obligaciones contractuales del Gobierno hacia el BCRP) menciona el compromiso de no exigir que el BCRP haga préstamos y otros adelantos al Gobierno o a entidades o divisiones administrativas

gubernativas, sino los autorizados por el artículo 50 de la Ley Orgánica y únicamente por la cantidad autorizada.

5. La Inconvertibilidad

El 23 de mayo de 1931, el Gobierno de Samanez Ocampo aprobó la Ley General de Bancos, que fue la última de las únicas tres propuestas de la misión Kemmerer aceptadas por el Ejecutivo. En medio de críticas contra el nuevo régimen monetario y las propuestas de la misión para asegurar el pago de la deuda externa, los demás proyectos de ley fueron objeto de una gran controversia. En tales circunstancias, el Decreto Ley 7062 (20 de marzo), que suspendía el pago del Empréstito Nacional Peruano, fue extendido por Decreto Ley 7193 (29 de mayo) a “los servicios de todas las deudas de la República, cualquiera que [fuera] su origen y modalidad”. Los considerandos de dicha Ley establecen que “ninguna deuda pública podrá ser cancelada o amortizada sino a condición de que subsista el orden social y la marcha tranquila y armónica de los intereses de todos los asociados; y que es deber primordial de todo gobierno atender el pago de las necesidades más premiosas, sin lo que el estado no podría subsistir”. Con ello, prácticamente se perdió la opción de obtener un crédito de emergencia de Nueva York — una de las principales motivaciones para buscar el aval de una misión de expertos— y se diluyó el interés en el resto de las propuestas de Kemmerer (Drake, 1989). El pago de la deuda suspendida no se reinició sino hasta 1946 (Estela, 1999).

Asimismo, a pesar de las provisiones incluidas en la Ley Orgánica para proteger al BCRP de influencias externas, a los pocos meses enfrentó medidas que afectaban su capacidad de preservar la estabilidad de la moneda. Ante el mayor deterioro de los precios internacionales del algodón y el azúcar en 1931, los exportadores agrarios convencieron al Gobierno de establecer un banco de fomento (semejante a los inaugurados en Chile, Ecuador y Colombia), que proporcionara financiamiento preferencial, lo cual no estaba considerado bajo las estrictas normas del BCRP para preservar la liquidez de sus activos. Así, mediante el Decreto Ley 7273 se creó el Banco Agrícola del Perú, el 16 de agosto de 1931. El aporte del Gobierno de S/. 5 millones al capital del nuevo banco se realizó mediante la transferencia por ese valor de acciones de propiedad del Gobierno en el BCRP. Ante la presión, y a falta de otro mecanismo dentro del nuevo sistema monetario, el BCRP aceptó la medida: “Ante la situación de cuidado que atravesaba la agricultura,

privada de recursos para financiar la cosecha 1931-32, el Banco Central se desprendió de parte de su capital para constituir el del Banco Agrícola. La agricultura nacional fue así ayudada eficazmente por el Banco. Sin los recursos que este le facilitó habría visto reducirse su producción con las trascendentales consecuencias que ello significaba para el país” (BCRP, 1933, p. 27). Sin embargo, la disminución del capital del BCRP redujo sus recursos para defender el valor de la moneda. Poco después, en noviembre, el capital del BCRP experimentó una nueva merma de S/. 3,5 millones en favor del Banco Agrícola.

En el escenario internacional, el 21 de setiembre de 1931, el Reino Unido abandonó el patrón de oro: la decisión del Banco de Inglaterra provocó inicialmente una repatriación de capitales hacia el Perú. Además, el BCRP restringió las operaciones en libras esterlinas y transfirió la mayor parte de los fondos depositados en bancos británicos al Federal Reserve Bank de Nueva York (BCRP, 1933, p. 26). Al mismo tiempo, la medida contribuyó a incrementar el nerviosismo de los mercados mundiales.

Además, desde la segunda mitad de 1931, las perturbaciones causadas por la crisis estuvieron acompañada por un fuerte ruido político. La contienda electoral entre Sánchez Cerro y el candidato del APRA, Víctor Raúl Haya de la Torre, “reflejo de la polarización política producida por la crisis económica, fue una de las más amargas del siglo” (Klarén 2004, p. 336). El posterior rechazo a la victoria de Sánchez Cerro en las elecciones del 11 de octubre y los enfrentamientos en la Asamblea Constituyente (también elegida en esa fecha) abrieron el camino a una violenta confrontación entre el Gobierno y el APRA:

Así, el régimen monetario del patrón oro fue instaurado en condiciones muy desfavorables, especialmente por el impacto de la Gran Depresión en el nivel de actividad económica doméstica, y por la gran incertidumbre creada por un clima de marcada convulsión política. En este contexto, solo fue posible mantener la convertibilidad durante 13 meses, desde abril de 1931 hasta mayo de 1932.

Cabe mencionar que, en este entorno complejo, se celebró en Lima una Conferencia de Bancos Centrales Sudamericanos entre el 2 y el 12 de diciembre de 1931. La presidencia de la Conferencia fue encomendada al presidente del BCRP, Manuel Augusto Olaechea. El evento congregó a delegados de los bancos centrales de Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador y Perú, así como del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, quienes ratificaron las condiciones necesarias para la sostenibilidad del patrón de

oro (esencialmente en línea con las recomendaciones de Kemmerer, quien también participó en la Conferencia).

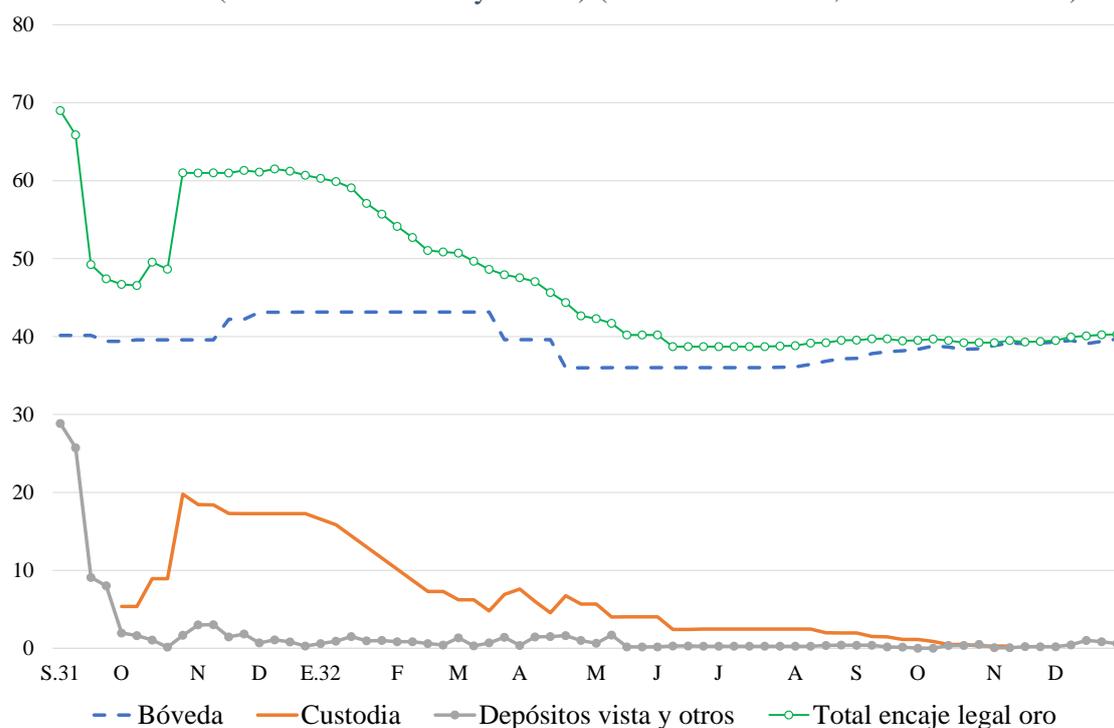
A comienzos de 1932, tras este conjunto de condiciones económicas, financieras y políticas, se aceleró de forma alarmante la demanda de giros contra las tenencias de oro del BCRP; esto reflejó un aumento abrupto de la desconfianza en la subsistencia del régimen monetario. Por ello, el BCRP se preocupó de prevenir al Gobierno sobre la necesidad de sanear las finanzas públicas para reforzar la credibilidad en el patrón de oro. En esta coyuntura, el BCRP nombró una comisión integrada por los directores Beltrán, Ledgard y Salocchi para examinar las causas de la excesiva demanda de giros. El informe destacó que la crisis cambiaria era ocasionada por un desequilibrio de balanza de pagos, producido a su vez por un exceso del gasto agregado asociado al déficit fiscal; recomendó adoptar rápidas medidas de austeridad fiscal; y adelantó la posibilidad de suspender la conversión para detener la acelerada pérdida de reservas de oro (Estela, 1999). De modo consistente, el BCRP también envió una nota al ministro de Hacienda, indicando que la libre conversión era incompatible con los desequilibrios macroeconómicos existentes.

Sin embargo, las rigideces del gasto público y la volatilidad del momento político restringían la capacidad y la voluntad del Gobierno de intentar un equilibrio fiscal. Las advertencias del BCRP “fueron estériles; no contuvieron la desconfianza ya dominante sobre nuestro signo de cambio. Por el contrario, la continua demanda de divisas seguía reduciendo fuertemente las reservas áureas del Banco, produciendo a la vez gran contracción del circulante” (BCRP, 1933, p. 28).

Ante el drenaje incontenible de reservas, que afectó principalmente el oro mantenido en custodia en bancos de Nueva York (Gráfico 3-2), el Directorio del BCRP finalmente acordó solicitar a la Asamblea Constituyente, a través del ministro de Hacienda y Comercio, la suspensión de la convertibilidad. Así, la Ley 7526 (18 de mayo de 1932) suspendió la obligación del BCRP de redimir billetes por oro o giros pagaderos en oro, según establecía la Ley Orgánica del BCRP. Aunque la norma dejaba abierta la posibilidad de restablecer la convertibilidad, en realidad marcó el fin del patrón de oro en el Perú y el establecimiento definitivo del régimen de moneda fiduciaria. En enero-mayo de 1932, como saldo de la experiencia del patrón de oro, las reservas de este metal cayeron en una tercera parte, de aproximadamente S/. 60 millones a S/. 40 millones.

Gráfico 3-2

Reservas de oro (setiembre 1931-mayo 1932) (Millones de soles, saldos semanales)



Fuente: Memorias BCRP

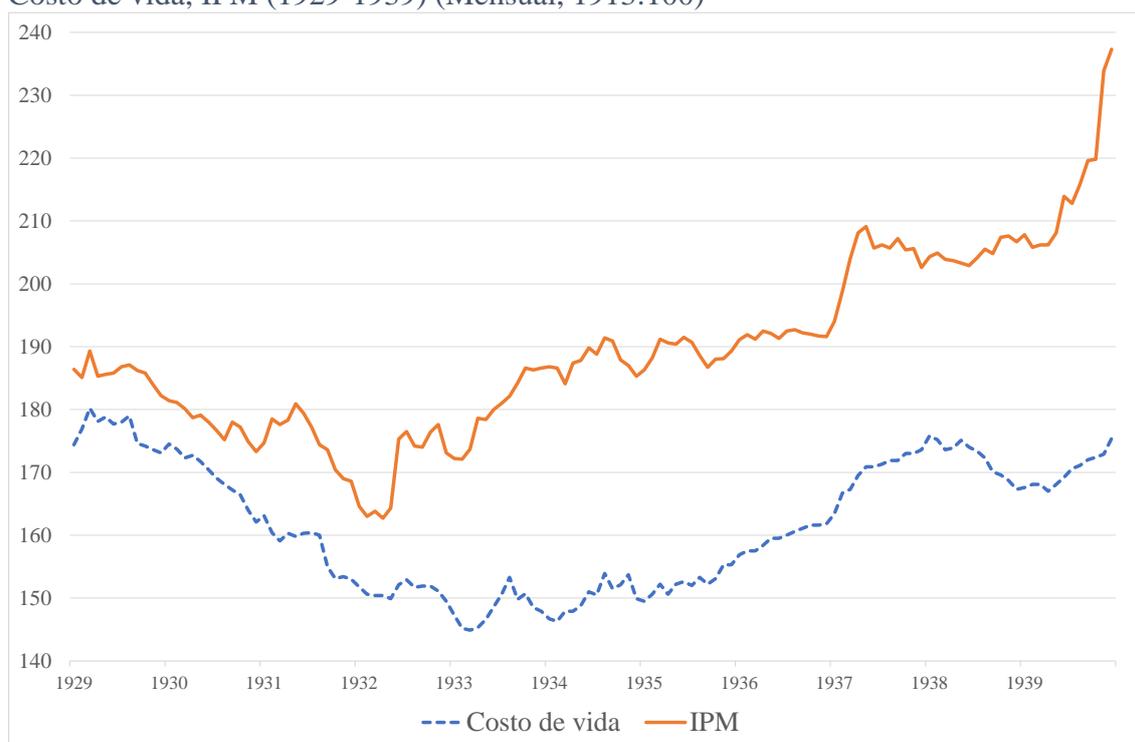
Es posible identificar los siguientes elementos para explicar la caída del patrón de oro:

1. El patrón de oro, que implicaba una estricta disciplina monetaria, así como la ausencia de un “prestamista de última instancia” para dar flexibilidad al circulante, había sido implantado en el momento más grave de la deflación mundial:

La continuación de la crisis económica mundial puso a prueba el sistema monetario implantado en tan difíciles condiciones. El movimiento general de deflación cada día más intenso, manifestado en la baja constante del nivel de precios en los mercados internacionales [...] contraía las actividades económicas, debilitaba las fuentes de producción, producía una mayor presión sobre las obligaciones y compromisos pendientes, aumentando las quiebras comerciales y las liquidaciones de negocios que no podían mantenerse en niveles cada vez más bajos de valor (BCRP, 1933, p. 25).

Entre 1929 y 1931, el índice de costo de vida y el índice de precios al por mayor (IPM) cayeron 10,4% y 5,7% en promedio (Gráfico 3-3). La caída de las reservas de oro y la consiguiente disminución de circulante, bajo el régimen monetario, consolidaban esta presión deflacionaria.

Gráfico 3-3
Costo de vida, IPM (1929-1939) (Mensual, 1913:100)



Fuente: Memorias BCRP

Otros acontecimientos externos, especialmente el abandono del patrón oro por parte del Reino Unido, enrarecieron aún más el escenario internacional. Este evento y otros, particularmente la quiebra del Banco del Perú y Londres, empeoraron la incertidumbre en el mercado doméstico.

En estas circunstancias, gradualmente surgieron resistencias a la política crediticia del BCRP y del sistema bancario bajo el patrón de oro:

Los críticos peruanos del modelo apolítico, restrictivo y automático que [Kemmerer] había recomendado concluyeron que “Ciertamente es fácil para un sabio o un experto monetario y financiero resolver estos problemas. No tiene que lidiar contra el descontento de las masas de desempleados ni asumir la responsabilidad de mantener un volumen suficiente de armamento” (Drake, 1989, p. 245).

Asimismo, el BCRP señalaba luego de la suspensión del régimen:

La conciencia pública se hallaba aún imbuida de ideas y anhelos muy liberales en materia de política bancaria. Los hábitos comerciales en punto a concesiones de crédito exigían el préstamo fácil. Se abogaba por el estímulo a la expansión de los consumos por medio de una amplia emisión del medio circulante. Se pretendía por estos medios contrarrestar la depresión de las actividades que la crisis había traído (BCRP, 1933, p. 25).

Reflejo de esta tendencia fue la fundación del Banco Agrícola, como fuente de financiamiento barato, a costa de la disminución de los recursos del BCRP para defender el valor de la moneda.

2. Las condiciones iniciales, en lo referido a los fundamentos macroeconómicos necesarios para el funcionamiento del régimen monetario, no estaban dadas. La sostenibilidad del patrón de oro depende crucialmente de la existencia de bases sólidas para no crear presiones sobre el valor de la moneda. En esta línea, la misión acompañó sus estudios monetarios y bancarios con otros sobre tributación, el tesoro y el presupuesto; y siempre destacó que el éxito del nuevo régimen monetario requería la adopción coordinada de todos los proyectos de ley. Al respecto, el BCRP destacó: la “falla inicial” en la implementación del patrón de oro:

El régimen político de Juntas de gobierno no pudo preparar un presupuesto fiscal equilibrado, base, fundamento insustituible de toda reforma monetaria que persigue la estabilidad del signo de cambio. [...] Se cometió el error de implantar este nuevo régimen sin el apoyo que para su completa estabilidad hubiera significado la adopción de los proyectos hacendarios. [...] Hubo, pues, falla inicial en el restablecimiento de la estabilidad monetaria a base del patrón oro; falla que al no ser subsanada durante el transcurso de ese año [1931] ni en el siguiente, había de restarle fortaleza al régimen valutario basado en la libre conversión del billete y del libre comercio del oro. No solo es esto: ese error inicial había de ser el punto básico de futuras críticas contra el régimen monetario y crediticio; él había en cierto modo de promover y justificar más tarde la desconfianza general que condujo a la inconvertibilidad (BCRP, 1933, p. 24).

Otros eventos, especialmente la suspensión del pago de la deuda externa, también contribuyeron a socavar la viabilidad del proyecto.

Al respecto, cabe hacer dos comentarios:

Primero: si bien tuvo grandes defensores, entre ellos el BCRP, el programa de Kemmerer careció desde el comienzo del consenso nacional necesario. El lenguaje de los documentos oficiales y el discurso de los principales actores políticos evidencia que no existía la voluntad de soportar un ajuste fiscal severo —que afectaba a grupos políticamente sensibles como empleados públicos y militares— (atribuido a la irresponsabilidad fiscal del régimen de Leguía); y mucho menos si con ello se buscaba cumplir con los onerosos pagos de la deuda contraída por aquel. Comentaba el BCRP en su análisis sobre la suspensión de la convertibilidad:

Requeríase entre otras cosas conocimiento amplísimo y en cierto modo dirección controlada de los elementos más íntimos de la economía nacional, restricción severa de

los consumos superfluos o innecesarios, disciplina y orden en la gestión presupuestal, y sobre todo esto, voluntad decidida en el país entero de mantener la estabilidad de la moneda; para todo lo cual era indispensable que la nación estuviera preparada institucional y espiritualmente (BCRP, 1933, p. 27).

Segundo: incluso si el Ejecutivo hubiera tenido la disposición de aprobar los proyectos hacendarios, propuestos por la misión en abril de 1931, su implementación no habría podido ser automática. Cabe preguntar si su ejecución hubiera sido factible a tiempo para impedir la crisis de confianza que causó la precipitada fuga de reservas de oro en enero-mayo de 1932. La propia misión, en su Informe sobre el Crédito Público del Perú, reconocía las grandes dificultades que entrañaba el saneamiento de las finanzas públicas:

Claro está que una Misión de extranjeros no puede, como resultado de unas cuantas semanas de estudio, expresar criterio alguno acerca del monto de dinero que necesitan el ejército, la marina y la policía para mantener la ley y el orden durante una época de falta de estabilidad económica nacional como la actual, y a raíz de una revolución política. Las respuestas a estos problemas y a muchos otros parecidos requieren la apreciación de poderosas fuerzas políticas y sociales, apreciación que queda al margen de las atribuciones de una Misión extranjera. Estos son problemas de política y psicología nacionales que únicamente los peruanos pueden resolver. [...] Tal estudio, que tomaría muchos meses para llevarlo a cabo, es imposible de parte de una Misión cuyo término de servicio en este país es absolutamente limitado y cuya obligación principal es formular proyectos de reformas fundamentales en las leyes orgánicas hacendarias del país y en su política hacendaria general (BCRP, tomo II, p. 194).

Así, lograr el equilibrio fiscal necesario era una tarea que involucraba serias complejidades operativas y políticas. Por añadidura, incluso antes de que la misión entregara su trabajo, el Gobierno había comenzado a minar el proyecto al iniciar el proceso de desconocimiento de la deuda externa.

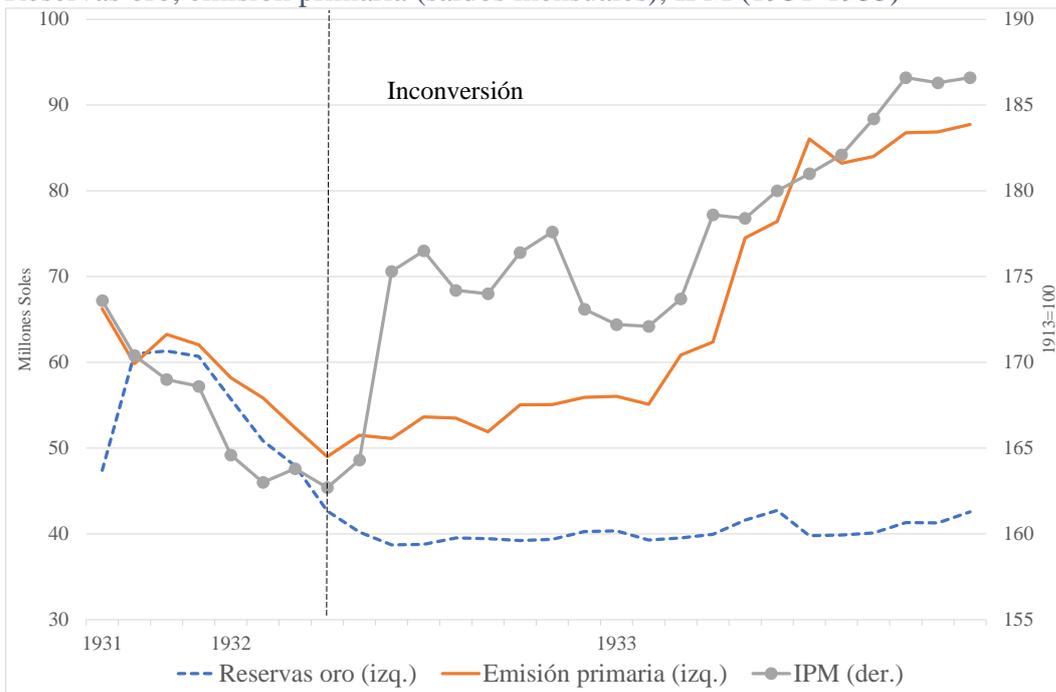
3. El párrafo anterior incluye una alusión a la cargada atmósfera política en la cual la misión elaboró sus propuestas. En este campo, la situación continuó empeorando después de la aprobación del patrón de oro y la creación del BCRP en abril de 1931. Así, hacia comienzos de 1932 —luego de una acerba campaña electoral y en medio del descontento social causado por los estragos de la crisis— la polarización política escaló continuamente, hasta adquirir visos de guerra civil. Es razonable esperar que esta situación coadyuvara significativamente a elevar la desconfianza en el régimen monetario y acelerar la migración del oro. Usando terminología actual, el Perú había adquirido el tipo de riesgo-país generalmente asociado con episodios de salida súbita de capitales.

En resumen, probablemente la misión Kemmerer y sus promotores subestimaron la intensidad de la crisis internacional y los desafíos domésticos que enfrentaba la implementación de sus propuestas:

El régimen de la moneda se halla íntimamente enlazado con la política y las finanzas. Buen régimen político, buen régimen financiero y buen régimen monetario constituyen una real y evidente trilogía; el mal funcionamiento de alguno de ellos se traduce tarde o temprano en el debilitamiento y quebranto de los otros (BCRP, 1933, p. 24).

Al mismo tiempo, entre los aportes de la misión Kemmerer se puede destacar que planteaba el objetivo de la estabilidad monetaria de una manera integral, es decir, como parte de un marco macroeconómico e institucional sólido (cuyo elemento esencial era una buena coordinación fiscal-monetaria). Es el enfoque que actualmente rige a los bancos centrales más modernos. La misión fundamentó ampliamente la necesidad de preservar la autonomía del BCRP; e incluyó en su Ley Orgánica varias provisiones para este objetivo, inclusive la prohibición explícita de conceder préstamos a Gobiernos. Aunque las recomendaciones de la misión Kemmerer fueron desoídas en las décadas sucesivas, con resultados sumamente negativos, desde el decenio de 1990 finalmente se reconocieron dichos principios constitucionalmente como columnas de la estabilidad monetaria.

Gráfico 3-4
Reservas oro, emisión primaria (saldos mensuales), IPM (1931-1933)

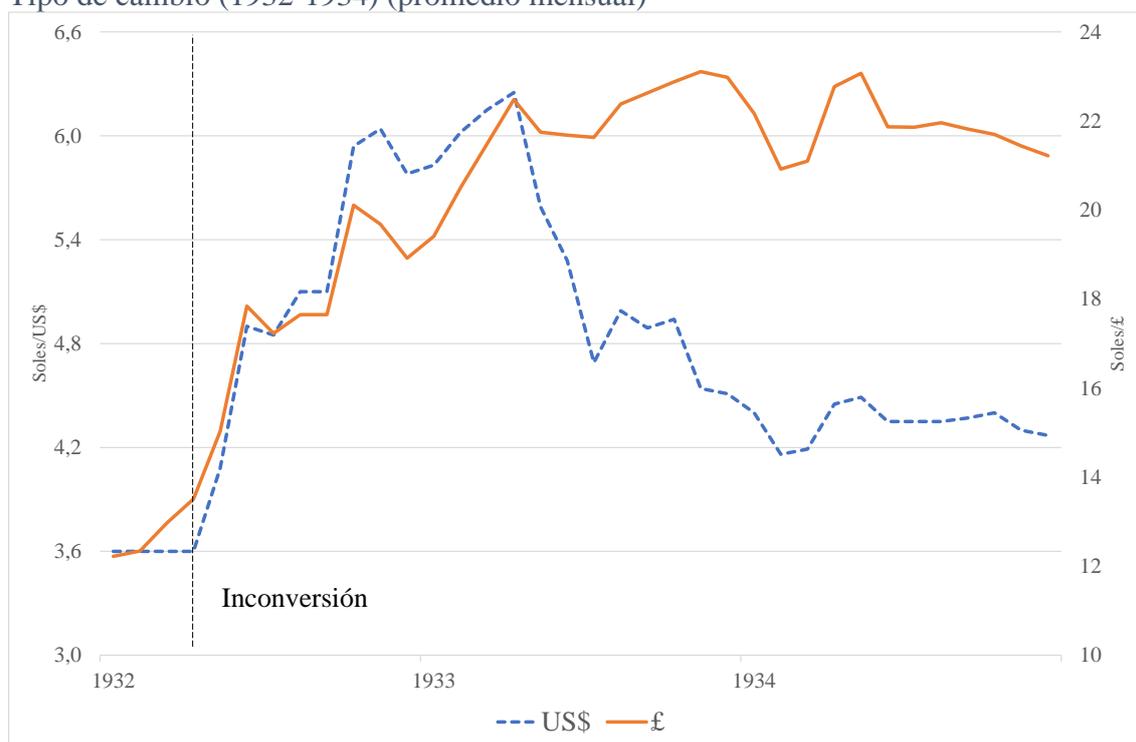


Fuente: Memorias BCRP

Entre los efectos inmediatos de la inconvertibilidad, la deflación se atenuó al terminar el descenso del medio circulante, en paralelo con la caída de las reservas de oro (Gráfico 3-4).

Asimismo, el BCRP dejó flotar el tipo de cambio, y después de permanecer fijo en S/. 3,6 por dólar bajo el patrón de oro hasta mayo de 1932, se elevó abruptamente hasta llegar a S/. 6,25 en abril de 1933, para luego descender y estabilizarse entre S/. 4,0 y S/. 4,5 por dólar hacia 1934 (Gráfico 3-5). Asimismo, la devaluación afectó el valor de los bienes importados (productos alimenticios e insumos industriales), lo cual se tradujo sobre todo en un alza del índice de precios al por mayor (IPM).

Gráfico 3-5
Tipo de cambio (1932-1934) (promedio mensual)



Fuente: Memorias BCRP

Por otro lado, una vez abandonado el patrón de oro, las salvaguardas establecidas por la misión Kemmerer contra “el peligro de la explotación política o gubernativa” comenzaron a ser relajadas; y durante el resto de la década, una serie de normas habilitaron al Gobierno a acceder en mayor medida al crédito del BCRP.

6. El BCRP en la Constitución

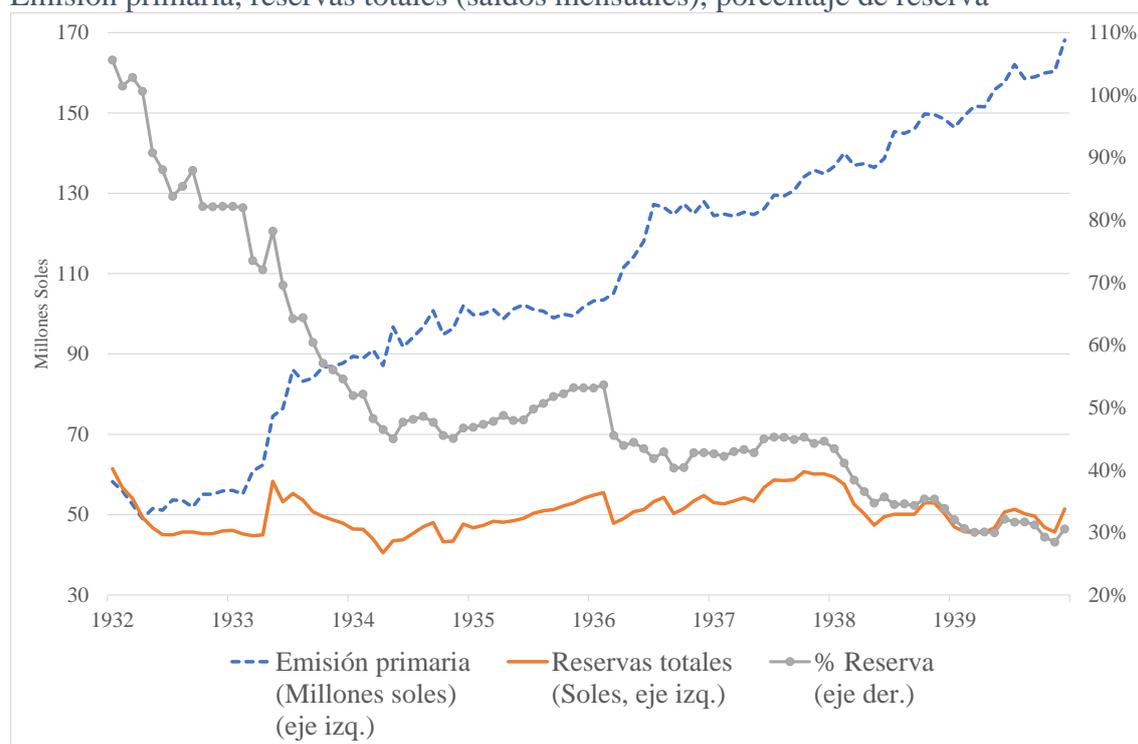
El 9 de abril de 1933 se llevó a cabo la ceremonia de juramentación de la Constitución, que en cuanto al BCRP establece, en el artículo 12: “La ley determina el sistema monetario de la República. La emisión de billetes es privilegio del Estado, que lo ejerce mediante una institución bancaria central nacional encargada de la regulación de la moneda”. Asimismo, según el artículo 14: “El Estado mantendrá, por los medios que estén a su alcance, la estabilidad de la moneda y la libre conversión del billete bancario”. Se puede apreciar que, en la Constitución de 1933, la estabilidad monetaria era función del Estado, no del BCRP, lo cual restaba autonomía a este último; y el BCRP era la entidad encargada de la regulación de la moneda. Además, se establecía el objetivo de preservar la libre conversión, con la opción de suspenderla provisionalmente. En los hechos, la conversión había sido cancelada definitivamente en favor de un régimen de moneda fiduciaria, por lo cual “la Constitución albergó aquí un dispositivo ilusorio” (Basadre, 2005, p. 253).

No solo la Constitución mantuvo teóricamente el objetivo de la convertibilidad. Poco antes, en febrero de 1933, la Ley 7701 (ver más comentarios sobre esta norma en la sección siguiente) restauró plenamente las disposiciones del Capítulo VIII de la Ley Orgánica del BCRP sobre el manejo de las reservas. Dicho régimen establecía un porcentaje “mínimo” de reserva equivalente al 50% de la emisión primaria. En la exposición de motivos sobre la creación del BCRP, la misión explicaba que la función principal de las reservas era mantener la paridad con el oro, ajustando el medio circulante a los requerimientos del ciclo de los negocios. Por ejemplo, las reservas debían ser suficientes para poder absorber, redimiéndolo en giros de oro, cualquier circulante que resultara excesivo por las fluctuaciones de los negocios. Así, las reservas funcionaban como un fondo regulador, y no simplemente como un respaldo del medio circulante; y para inspirar confianza en la capacidad del BCRP de cumplir exitosamente con la función de aumentarlo o reducirlo según fuera necesario (calculaba la misión Kemmerer que una ratio de reserva mínima de 50% era adecuada). En los hechos, usualmente esta debía ser considerablemente más alta para asegurar la credibilidad del sistema monetario. Las reservas totales comprendían oro en bóveda y en custodia, plata, níquel y otros.

Lo anterior era aplicable solo bajo un esquema de convertibilidad, el cual, a pesar de estar legalmente en vigor —y solo temporalmente suspendida— según la Constitución

y las leyes vigentes, en realidad había sido eliminado para nunca ser restaurado. Sin embargo, el BCRP, de acuerdo con las indicaciones del Capítulo VIII de la Ley Orgánica, siguió vigilando la evolución del porcentaje de cobertura de las reservas metálicas. Inmediatamente después de la suspensión de la conversión, pero con mayor fuerza desde 1933, la emisión primaria creció de manera sostenida sin guardar relación con las reservas totales, en un sistema que, *de facto*, era de moneda fiduciaria. En consecuencia, el porcentaje de reservas cayó continuamente hasta menos de 30% hacia el final de la década, es decir, muy por debajo del nivel prudencial recomendado por Kemmerer (Gráfico 3-6). Ello tiene que ver con la tendencia del Gobierno, ya mencionada, a presionar al BCRP para obtener cada vez más financiamiento. Como se verá más adelante, las operaciones directas e indirectas de crédito del BCRP al Estado siguieron aumentando hasta llegar a explicar un porcentaje considerable de la emisión. Si bien un sistema de moneda fiduciaria no se basa en la relación del medio circulante con el nivel de reservas metálicas, la caída marcada de la ratio de reserva contribuye a explicar el comportamiento errático de la inflación y su repunte al final de la década, reflejo de que el objetivo de la estabilidad monetaria cedió paso a otros propósitos más ligados a los intereses del Gobierno.

Gráfico 3-6
Emisión primaria, reservas totales (saldos mensuales), porcentaje de reserva



Fuente: Memorias BCRP

7. El BCRP y el sector público

Como se ha mencionado, las operaciones de crédito del BCRP al sector público se expandieron de manera importante durante la mayor parte de la década de los años 30. La Ley 7488 (18 de febrero de 1932) aprobó el primer préstamo directo del BCRP al Gobierno, en plena crisis del patrón de oro. Dispuso el retiro de los cheques circulares emitidos por la Junta de Vigilancia (antecesora del BRP y el BCRP) y la entrega al tesoro Público del importe de los cheques circulares no presentados al canje. Mientras se realizaba la operación, el BCRP debía adelantar S/. 2 millones al Gobierno a cuenta del valor de los cheques circulares que fueran declarados perdidos. En caso dicho valor resultara menor que el adelanto, el Gobierno entregaba como garantía las acciones que mantenía en el BCRP.

Luego de la suspensión de la convertibilidad, la Ley Orgánica comenzó a ser modificada para ampliar las posibilidades de obtener apoyo financiero del BCRP. En este sentido, la Ley 7538 (1 de julio de 1932) introdujo varios cambios en la Ley Orgánica, inclusive en el artículo 50: se estableció que el BCRP podía redescantar a los bancos accionistas, y aceptar como prenda para préstamos, giros del Gobierno a plazo no mayor de 90 días, a cargo de la Caja de Depósitos y Consignaciones; a condición de que el monto total de los giros que el BCRP tuviera en su poder, en cualquier momento, no sobrepasara la recaudación de un mes (originalmente el límite era el 20% del capital del BCRP). La Ley también autorizó al BCRP a redescantar por una sola vez a los bancos accionistas, giros del Gobierno a plazo no mayor de 90 días, a cargo de la Caja de Depósitos y Consignaciones, hasta por S/. 2,5 millones. Asimismo, se añadió un tratamiento preferencial en los tipos de descuentos e intereses para el Banco Agrícola, “los cuales podrán ser inferiores a los fijados para operaciones con los Bancos Asociados y con el público” (artículo 52).

La economía peruana inició una recuperación en 1933, en línea con el mejoramiento de las condiciones internacionales. Como resultado del aumento de las exportaciones y el ingreso de capitales, el tipo de cambio se apreció (luego de la abrupta caída experimentada en 1932). En medio de una mejora del clima de negocios, el comercio, la industria y el mercado bursátil también comenzaron a revitalizarse.

Asimismo, continuaron las modificaciones legales para ampliar el apoyo financiero del BCRP al Gobierno, especialmente para gastos de defensa (relacionados con las hostilidades con Colombia, iniciadas en setiembre de 1932). Así, la Ley 7701 (22 de febrero de 1933) modificó nuevamente el artículo 50 de la Ley Orgánica, ampliando el límite del valor de los giros en poder del BCRP, emitidos por el Gobierno y redescontados a los bancos asociados, de uno a tres meses. A partir de entonces, todos los redescuentos del BCRP a los bancos asociados fueron por giros del Gobierno y no por documentos comerciales, como hubiera sido lo usual. Esta práctica sería recurrente a lo largo de la década. Si bien el Directorio del BCRP mostró preocupación por esta tendencia, aprobó el nuevo margen para el redescuento:

El Banco Central no ha podido permanecer extraño a las necesidades financieras del Estado. No estando habilitado aún el crédito externo, y teniendo que hacer frente el gobierno a exigencias impostergables derivadas de la situación internacional que confrontaba el país, era inevitable que el Banco Central y las demás instituciones de crédito procedieran en armonía con los requerimientos de la hora (BCRP, 1934, p. 227).

Sorpresivamente, Sánchez Cerro falleció víctima de un atentado político, el 30 de abril de 1933. El Congreso Constituyente nombró, para completar su período presidencial, al General Óscar R. Benavides, quien emprendió un ambicioso programa de obras públicas, apoyado por la mejora de la recaudación. Asimismo, se propuso dedicar mayores recursos a la defensa nacional.

Aunque habían comenzado las conversaciones de paz con Colombia (que culminarían en mayo de 1934 con el Protocolo de Río de Janeiro), Benavides solicitó un préstamo al BCRP para fortalecer preventivamente el gasto de defensa.

El Directorio [...] remitió un memorándum al general Benavides expresando los riesgos que, a su criterio, implicarían la operación solicitada para el régimen monetario; y más bien sugirió, a fin de apoyar el financiamiento del gobierno, proyectos sustitutorios como la enajenación de las acciones del gobierno en el Banco Agrícola a favor del Banco Central; y la creación de impuestos de exportación para respaldar un crédito externo. Sin embargo, Benavides insistió en que la fórmula político-diplomática necesitaba apoyarse en el derecho que tiene todo país que, en caso extremo, debe defender su territorio con las armas (Estela, 1999, p.167).

Así, el Gobierno coordinó con el BCRP un préstamo de S/. 30 millones (refrendado por la Ley 7760 del 9 de junio de 1933) para la defensa nacional. Adicionalmente, La Ley 7817 (7 de octubre de 1933) amplió en S/. 5 millones el préstamo autorizado por la Ley 7760. La demanda de financiamiento por parte del Gobierno al BCRP fue en aumento, provocando preocupación en el Directorio:

El 20 de marzo de 1934, el Directorio del Banco remitió una comunicación al Ejecutivo expresando que los recursos de la autoridad monetaria no podían usarse indefinidamente en sustitución del impuesto o del empréstito en el mercado financiero, que eran los cauces naturales para la captación de fondos por parte del Estado (Estela, 1999, p. 169).

Sin embargo, la Ley 7881, del 8 de mayo de 1934, modificó nuevamente la Ley Orgánica para ampliar el límite del valor de los giros en poder del BCRP, emitidos por el Gobierno y redescontados a los bancos asociados, de tres a seis meses. Poco después, el 22 de mayo de 1934, en sesión extraordinaria, Manuel A. Olaechea renunció a la presidencia del BCRP. En su reemplazo fue elegido Manuel Prado Ugarteche, quien retuvo el cargo de Gerente General, en concordancia con el artículo 37 de la Ley Orgánica.

En el resto de la década, las principales operaciones de financiamiento público, llevadas a cabo por el BCRP, fueron las siguientes:

1. Leyes 8040 (18 de marzo de 1935) y 8191 (6 de marzo de 1936): autorizaron al BCRP a conceder a los bancos asociados, préstamos, descuentos o adelantos con garantía de bonos emitidos conforme a estas leyes, con el objeto de redimir los créditos pendientes para la construcción o reparación del Terminal Marítimo del Callao, otros muelles fiscales y los depósitos de cereales y explosivos; y a conceder al Gobierno un préstamo de S/. 15 millones para la defensa nacional.
2. Ley 8574 (27 de agosto de 1937): autorizó la construcción del Arsenal Naval del Callao y de un puerto moderno en la caleta de Matarani. Para ello, el BCRP abrió al Gobierno una cuenta corriente en la que, en tres años, este podía adeudar hasta S/. 18 millones de soles. Para el servicio de amortización e intereses, el Gobierno afectaba como garantía varios ingresos, entre ellos las utilidades del Terminal Marítimo y del nuevo puerto de Matarani.
3. Ley 8579 (9 de setiembre de 1937): autorizó un préstamo al Gobierno de hasta S/. 4 millones de soles para la defensa nacional, amortizable mensualmente con el producto del impuesto de 1% *ad valorem* a la importación creado por la Ley del Banco Industrial del Perú (Ley 7695 del 30 de enero de 1933).

El monto de las operaciones de crédito del BCRP al Gobierno aumentó considerablemente en 1938 y 1939 (Cuadro 3-2). En dichos años se dieron principalmente las siguientes normas de financiamiento:

4. Ley 8612 (1 de enero de 1938): Facultó al BCRP para descontar los giros emitidos por el tesoro público, a cargo de la Caja de Depósitos y Consignaciones, que sobrepasaran el límite de los que podían ser descontados por los bancos asociados y redescontados por el BCRP.
5. Ley 8915 (6 de julio de 1939): amplió en S/. 3 millones el préstamo para la defensa nacional, autorizado por Ley 8579.
6. Ley 9009 (24 de noviembre de 1939): unificó los tipos de amortización e intereses para los saldos de varios préstamos directos anteriores.

Los préstamos directos del BCRP al Gobierno prácticamente se multiplicaron por cuatro entre 1933 y 1939. En especial, en 1938 y 1939 representaron alrededor 60% de la emisión primaria, en comparación con aproximadamente 33% en promedio en 1933-1937. Si se considera, además, el financiamiento indirecto al Gobierno, a través de las frecuentes operaciones de redescuento de giros del tesoro a los bancos asociados, la asistencia financiera del BCRP al Gobierno supera el 70% de la emisión primaria en 1938 y 1939

Cuadro 3-3
Colocaciones BCRP (gobierno), emisión primaria, inflación (fin de período, 1932-1939)

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

Notas: Los redescuentos, los préstamos y emisión primaria están expresados en millones de soles.
Fuente: Memorias BCRP

8. Mercado cambiario

La recuperación del nivel de actividad económica y del comercio exterior desde 1933 consolidó una tendencia hacia la revaluación de la moneda (Gráfico 3-7). Ante las

opiniones de los exportadores a favor de una devaluación, el BCRP reafirmó su posición favorable a los mecanismos de mercado:

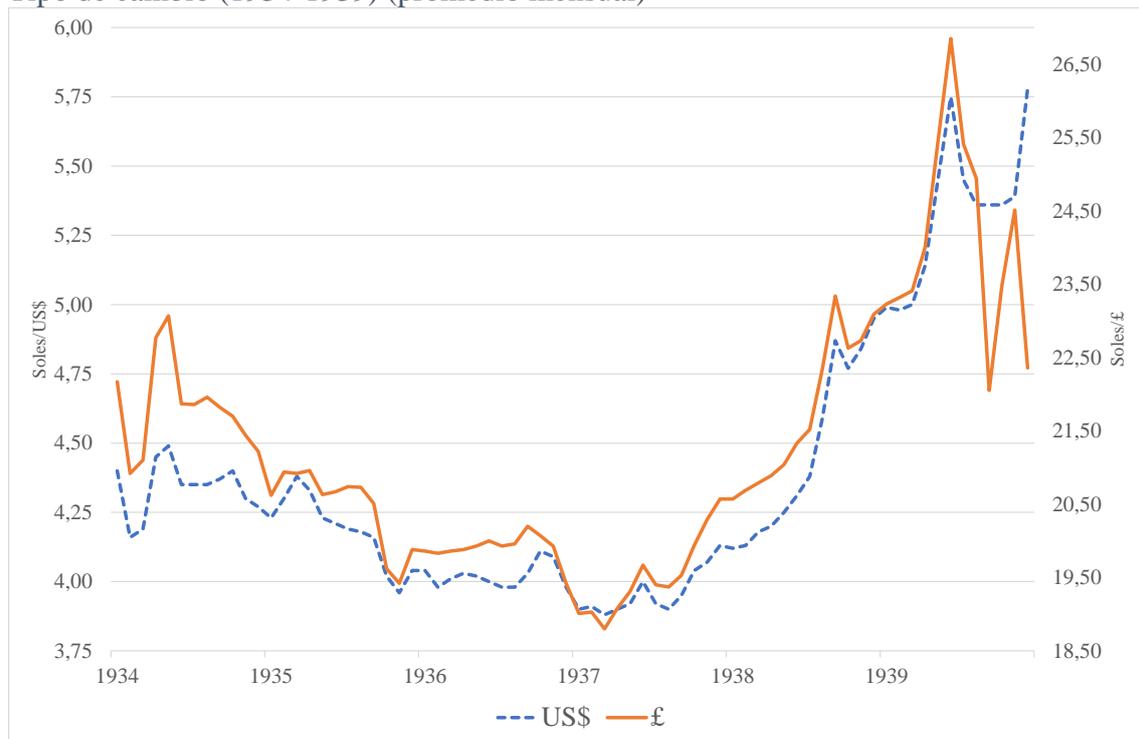
[...] no hay que mirar con aprensión el alza del sol mientras esta se encuentre cimentada sobre bases económicas sanas que permitan a la industria una normal actividad. En estas condiciones de prudente equilibrio, el alza del sol significa prosperidad real, firmeza en nuestra moneda y confianza pública en ella (BCRP, 1936, p. 37).

Sobre la manipulación cambiaria con fines proteccionistas, el BCRP ya había expresado:

[...] esta forma de auxilio a base del recorte de la moneda o de la inflación, si bien produciría momentáneo provecho [a la exportación], a la postre la habría afectado, lo mismo que a toda la colectividad, por el cúmulo de penosas repercusiones que lleva consigo el envilecimiento del signo monetario deliberadamente promovido (BCRP, 1935, p. 28).

Al mismo tiempo, el Gobierno aprobó la Ley 8531 (30 de abril de 1937), que autorizaba al BCRP a llevar a cabo operaciones de intervención cambiaria; es decir, constituir reservas en oro y en divisas extranjeras, con el propósito de moderar las fluctuaciones cambiarias “sin afectar [...] el libre régimen de cambios que existe en la República”.

Gráfico 3-7
Tipo de cambio (1934-1939) (promedio mensual)



Fuente: Memorias BCRP

La tendencia a la revaluación cambiaria fue revertida a partir de la recesión mundial de 1937-1938, causada por un retiro prematuro del estímulo monetario y fiscal en Estados Unidos (Gráfico 3-7). Este episodio interrumpió la recuperación de los precios internacionales de las materias primas, y provocó una depreciación acelerada de la moneda doméstica (12,8% y 19,4 % en promedio en 1938 y 1939, respectivamente), a pesar de los intentos de intervención del BCRP (Barreto y Moll, 1942). El BCRP señalaba también que la incertidumbre que prevalecía durante los meses previos al estallido de la Segunda Guerra Mundial (setiembre de 1939), intensificó el flujo de capitales a los EE. UU. en busca de seguridad, contribuyendo al alza del dólar (BCRP, 1940, p. 38).

Complementariamente, durante la década, el BCRP criticó las prácticas proteccionistas que ralentizaban el despegue económico; y adelantaba la idea de una coordinación multilateral en este campo:

La relativa flojedad que se advierte en la recuperación económica, por lo menos en muchos de sus aspectos, tiene acaso fundamental explicación en la lentitud con que se remueven los obstáculos que le restan al comercio entre las naciones la plenitud de sus movimientos. La universalidad de la crisis exige que los medios para combatirla deban ser, en su mayor parte, de carácter internacional. [...] se requiere que los pueblos se percaten bien el significado y trascendencia de la depresión por que atraviesan, y que adquieran el convencimiento de que no es posible cimentar el propio bienestar sobre los quebrantos de las demás naciones (BCRP, 1935, p. 10-11).

9. Comentarios finales

El período discutido en este capítulo se cierra con el fin del régimen de Benavides y el comienzo del primer Gobierno de Manuel Prado Ugarteche; y con el estallido de la Segunda Guerra Mundial. En esos años, el discurso público del BCRP abogó por un marco macroeconómico sólido como fundamento para el buen funcionamiento de la política monetaria; y defendió la eficiencia de los mecanismos de mercado. En este orden de ideas, destacó los beneficios del libre comercio, y criticó las medidas proteccionistas establecidas por varios países, luego de la Gran Depresión; se opuso al empleo de controles de capital; y resistió toda propuesta de inducir devaluaciones competitivas.

Al mismo tiempo, dentro del sistema fiduciario que rigió *de facto* después de la suspensión del patrón de oro, no se dieron las condiciones para fijar institucionalmente la estabilidad de precios como meta de la política monetaria. Primaron otros objetivos, como responder a las exigencias de un mayor apoyo monetario, en un contexto inicial de

deflación, y luego de la experiencia del patrón de oro. Particularmente, el Gobierno presionó al BCRP para proporcionarle apoyo financiero más allá de la disciplina que indicaba la Ley Orgánica, especialmente ante los requerimientos de un mayor gasto en defensa. Como resultado, los indicadores de precios muestran un desempeño inflacionario irregular; y las crecientes presiones alcistas, registradas hacia 1939, fueron un anuncio de las elevadas tasas de inflación que caracterizarían a la década siguiente.

REFERENCIAS

- Banco de Reserva del Perú (1930). *Memoria 1929*. Lima.
- Banco de Reserva del Perú (1931). *Memoria 1930*. Lima.
- Banco Central de Reserva del Perú (1932). *Memoria 1931*. Lima.
- Banco Central de Reserva del Perú (1933). *Memoria 1932*. Lima.
- Banco Central de Reserva del Perú (1934). *Memoria 1933*. Lima.
- Banco Central de Reserva del Perú (1935). *Memoria 1934*. Lima.
- Banco Central de Reserva del Perú (1936). *Memoria 1935*. Lima.
- Banco Central de Reserva del Perú (1937). *Memoria 1936*. Lima.
- Banco Central de Reserva del Perú (1938). *Memoria 1937*. Lima.
- Banco Central de Reserva del Perú (1939). *Memoria 1938*. Lima.
- Banco Central de Reserva del Perú (1940). *Memoria 1939*. Lima.
- Estela, M. (1999). *El Banco Central: su historia y la economía del Perú 1821-1992. Tomo I. Banco Central de Reserva del Perú*.
- Banco Central de Reserva del Perú (2000). *La misión Kemmerer en el Perú: Informes y Propuestas*. Lima: BCRP.
- Banco Central de Chile (1932). *Conferencia de Bancos Centrales Sudamericanos, celebrada en Lima del 2 al 12 de diciembre de 1931*. Santiago de Chile, Establecimientos Gráficos Balcells & Co.
- Bardella, G. (1989). *Un siglo en la vida económica del Perú, 1889-1989*. Banco de Crédito del Perú.
- Basadre, J. (2005). *Historia de la República del Perú (1822-1933)*, Tomo 15. Lima: El Comercio.
- Barreto, E. & B. Moll. (1942). El sistema monetario del Perú. *Revista de Economía y Estadística, Primera Época*, 4(3), 279-281.
- Contreras, C. & M. Zuloaga. (2014). *Historia Mínima del Perú*. Madrid- México Turner Publicaciones/El Colegio de México.

- Drake, P. (1989). *The money doctor in the Andes: the Kemmerer missions, 1923-1933*. Carolina del Norte: Duke University Press.
- Guevara, G. (1999). Política Monetaria del Banco Central: Una Perspectiva Histórica. *Estudios Económicos*, 5, 27-60.
- Klarén, P. (2004). *Nación y Sociedad en la Historia del Perú*. Lima: IEP.
- Salinas, A. (2020). Las Finanzas Públicas entre 1821 y 1930. En C. Contreras (Ed.), *Compendio de Historia Económica del Perú IV* (pp. 303-421). Lima: BCRP, IEP.
- Sale of Foreign Bonds and Securities in the United States. (1932). *Hearings before the Committee on Finance*. U.S. 72nd Congress.
- Zegarra, L. (2014). Perú, 1920-1980. Contexto internacional, Políticas Públicas y Crecimiento Económico. En C. Contreras (Ed.), *Compendio de Historia Económica del Perú V* (pp. 19-93). Lima: BCRP, IEP.

CAPÍTULO 4

DINERO, DÉFICITS FISCALES Y PRECIOS DURANTE LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL

Luis Felipe Zegarra

1. Situación monetaria a finales de 1938

Desde mayo de 1932, el sol no era convertible en oro.¹ La Casa de la Moneda seguía acuñando monedas de oro, pero el BCRP no se comprometía a convertir los soles en oro a una tasa fija. La legislación procuraba mantener respaldo en oro para la emisión de dinero: de acuerdo con la Ley Orgánica del BCRP (Decreto Ley 7137), el ente emisor debía mantener un encaje mínimo de 50% de sus billetes en circulación y depósitos. A finales de 1938, sin embargo, el encaje del BCRP llegaba solamente al 34% de las obligaciones sujetas a encaje.²

Tras la suspensión de la convertibilidad en 1932, aumentó la capacidad del Banco Central para influir en la oferta de dinero y los precios. Una política monetaria expansiva tenía ahora la capacidad de afectar de manera sostenida a los precios y por lo tanto el tipo de cambio.³ De hecho, tras el abandono del patrón oro, el sol se depreció con respecto al

¹ La conversión fue suspendida por la Ley 7526 en mayo de 1932. Unos días después, la Ley 7530 mencionó nuevamente el encaje legal del BCRP: “el billete del Banco Central de Reserva del Perú no puede tener una garantía en oro menor del 50% mientras subsista el régimen de inconvertibilidad”.

² El incumplimiento del encaje se dio a pesar de que casi todo el oro del sistema financiero se encontraba en las cajas del Banco Central.

³ Bajo el patrón oro, una política monetaria expansiva podría llevar a mayores precios. Ello, sin embargo, llevaría a una mayor demanda por oro, lo cual a su vez llevaría a una reducción de la base monetaria por parte del Banco Central, contrarrestando el efecto inicial en los precios.

oro, pasando de 2,38 soles por gramo fino en abril de 1932 (antes de la suspensión de la conversión) a 5,45 soles en diciembre de 1938.

El oro operaba como reserva en los bancos y en el BCRP.⁴ Hacia finales de 1938, las reservas de oro en el sistema financiero llegaron a 100 millones de soles a precios de mercado (incluyendo las disponibilidades del BCRP en el extranjero), de los cuales 99 millones correspondían al Banco Central (Cuadro 4-1). Los bancos mantenían sus reservas sobre todo en forma de depósitos en el ente emisor. A finales de 1938, los depósitos de los bancos en el BCRP llegaron a 40,7 millones de soles.

Los billetes emitidos por el Banco Central y las monedas fraccionarias (plata y níquel) circulaban entre el público o se mantenían en las cajas de los bancos. En diciembre de 1938, existían 108 millones de soles en billetes emitidos por el BCRP. De ese monto, 88 millones estaban en manos del público y 20 millones en las cajas de los bancos. Por su parte, existían 28 millones de soles en monedas fraccionarias de plata y níquel en manos del público o de los bancos. De este monto, casi la totalidad estaba en posesión del público.

El BCRP llevaba a cabo varias operaciones. Emitía billetes, mantenía depósitos de los bancos, hacía colocaciones en el sistema bancario y financiaba al gobierno. El BCRP financió parte de los gastos del gobierno. A fines de 1938, las colocaciones en el tesoro llegaron a 85 millones de soles, en forma de préstamos y descuentos. Como parte de sus operaciones, el Banco Central también realizaba operaciones de redescuento con los bancos asociados y no asociados. A finales de 1938, las colocaciones en los bancos llegaron a 24 millones de soles. De estas colocaciones, los bancos asociados eran los principales receptores de los fondos. Las colocaciones a los bancos asociados eran 21,9 millones de soles, mientras que las colocaciones a los bancos no asociados (bancos de fomento) llegaron a 1,8 millones.

Los bancos ofrecían crédito y mantenían depósitos. Los depósitos podían estar en moneda nacional o en moneda extranjera. A diciembre de 1938, los depósitos en cuenta corriente en moneda nacional llegaron a 134 millones de soles, los depósitos a plazo en moneda nacional llegaron a 55 millones de soles, y los depósitos de ahorro en moneda nacional eran iguales a 72 millones de soles. La mayor parte de los depósitos estaba en

⁴ Es posible que el metálico haya circulado en la economía. Sin embargo, es probable que lo haya hecho en cantidades limitadas. En esta sección, nos referiremos como bancos a los bancos privados y a los bancos de fomento, no al Banco Central.

moneda nacional. Pero los depósitos en moneda extranjera no eran poco significativos. En particular, los depósitos en cuenta corriente en moneda extranjera llegaron a 22 millones de soles y los depósitos a plazo en moneda extranjera a 7,2 millones a finales de 1938. En total, los depósitos en el sistema financiero (en moneda nacional y extranjera) llegaron a 290 millones de soles a finales de 1938.

Por ley, los bancos debían mantener reservas por sus depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera. Los bancos podían mantener reservas por encima de los mínimos requeridos por precaución. Como reserva, los bancos mantenían monedas y billetes en sus cajas y depósitos en el Banco Central. A finales de 1938, las reservas de los bancos llegaron a 63 millones de soles. La mayor parte de estas reservas adoptaban la forma de depósitos en el Banco Central. Los depósitos alcanzaron 41 millones de soles, y los billetes en las cajas de los bancos llegaron a 20 millones de soles. Solo una pequeña parte de las reservas de los bancos estaba en metálico (alrededor de dos millones de soles).

La base monetaria estaba constituida por los billetes en circulación emitidos por el BCRP (en manos del público o en las cajas de los bancos), por las monedas fraccionarias en circulación (en manos del público o en las cajas de los bancos), por los depósitos de los bancos en el BCRP y por las reservas de oro de los bancos. En total, en diciembre de 1938, la base monetaria fue 179 millones de soles. De este monto, 115 millones de soles eran billetes y monedas en manos del público y 63 millones de soles eran las reservas de los bancos.

La creación de dinero se producía por las acciones del ente emisor y de los bancos. El Banco Central podía alterar la base monetaria a través de colocaciones en los bancos y el gobierno y a través de operaciones cambiarias (compra y venta de oro y de moneda extranjera). A finales de 1938, una de las principales razones de la emisión de dinero era las colocaciones en el tesoro. Los bancos contribuían a la creación de dinero a través del crecimiento de los depósitos del público.

A finales de 1938, la oferta de dinero, es decir M1 (circulante en manos del público más depósitos a la vista en moneda nacional), llegó a 250 millones de soles. La liquidez en moneda nacional (circulante en manos del público más depósitos en moneda nacional) llegó a 376 millones de soles, mientras que la liquidez total del sistema financiero (circulante en manos del público más el total de depósitos del sistema financiero, incluyendo depósitos en moneda extranjera) fue 405 millones de soles.

Cuadro 4-1
Cuentas monetarias, 1938-45 (millones de soles)

	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945
En posesión del público								
Monedas								
Plata y níquel	27.52	27.75	28.04	29.44	30.09	31.19	32.49	32.99
Billetes	87.71	110.78	117.72	178.81	244.76	296.09	360.76	444.32
Depósitos a la vista en moneda nacional	134.28	148.39	203.00	243.10	336.60	439.80	553.70	582.20
Otros depósitos en moneda nacional	126.17	144.03	167.90	177.40	231.40	320.30	372.90	433.10
Depósitos en moneda extranjera	29.53	31.20	42.10	33.70	44.70	56.90	79.10	93.20
Total	405.21	462.15	558.76	662.46	887.54	1,144.29	1,398.95	1,585.81
En posesión de los bancos								
Monedas								
Oro	1.20	1.50	3.90	2.80	0.90	1.20	0.73	0.73
Plata y níquel	0.85	0.99	1.06	0.88	0.69	0.96	1.10	1.86
Billetes	20.00	21.11	25.02	29.69	38.29	46.92	55.84	57.87
Depósitos en el BCRP	40.74	36.24	46.82	47.20	115.40	158.41	178.82	233.83
Total	62.79	59.85	76.81	80.57	155.28	207.49	236.48	294.29
Circulante en manos del público	115.23	138.53	145.76	208.26	274.84	327.29	393.25	477.31
Reservas de los bancos	62.79	59.85	76.81	80.57	155.28	207.49	236.48	294.29
Base monetaria	178.02	198.38	222.57	288.83	430.13	534.78	629.73	771.60
M1	249.51	286.92	348.76	451.36	611.44	767.09	946.95	1,059.51
Liquidez en moneda nacional	375.68	430.95	516.66	628.76	842.84	1,087.39	1,319.85	1,492.61
Liquidez total	405.21	462.15	558.76	662.46	887.54	1,144.29	1,398.95	1,585.81

Notas: El cuadro reporta el saldo de monedas, billetes y depósitos en 1938-45. Las fuentes oficiales solo reportan la existencia visible de oro en las cajas de los bancos y del BCRP, no en las manos del público. El monto de oro está a valores de mercado. Los billetes solo incluyen aquellos emitidos por el BCRP. Los cheques circulares emitidos entre 1914 y 1921 por bancos privados no forman parte de la circulación monetaria a finales de los 1930. La circulación es el total de billetes y monedas en manos del público. La información proviene de los Boletines Mensuales y las Memorias Anuales del BCRP.

2. Cambios en liquidez, velocidad, ingreso y precios

La liquidez se expandió de manera significativa entre 1938 y 1945 (Cuadro 4-1, Gráfico 4-1). En total, el circulante creció de 115 millones de soles en diciembre de 1938 a 477 millones en diciembre de 1945. El circulante creció en 314% en total en este período, a una tasa promedio anual de 23%. En este período, los depósitos a la vista en moneda nacional crecieron en 23% promedio anual, y los depósitos totales del sistema financiero también crecieron en 21% promedio anual. La oferta de dinero (M1), la liquidez en moneda nacional y la liquidez total del sistema financiero crecieron en 22,9%, 21,8% y 21,5% promedio anual, respectivamente. La liquidez creció sobre todo en 1942 y 1943. En 1944-45, la liquidez siguió expandiéndose, aunque a menores tasas. En la medida en que se expandía la liquidez, el crédito también crecía. Entre diciembre de 1938 y diciembre de 1945, las colocaciones crecieron a una tasa promedio anual de 17,3%.

De acuerdo con nuestros cálculos⁵, el crecimiento de la oferta de dinero superó el crecimiento del ingreso nominal en 1939-45. La velocidad de circulación del dinero siguió entonces una tendencia negativa.⁶ No hubo un año en este período en el que no se haya producido una reducción de la velocidad de circulación del dinero. La velocidad de circulación del dinero cayó de 11,1 en diciembre de 1938 a 5,9 en diciembre de 1945, a una tasa promedio anual de 9%. Similarmente, la velocidad de circulación de la liquidez en moneda nacional y la velocidad de circulación de la liquidez total cayeron en 8% promedio anual entre 1938 y 1945.⁷

La expansión de la liquidez no estuvo acompañada de un elevado ritmo de crecimiento del producto real. El PBI real solo creció en 1,9% promedio anual entre 1938 y 1945. Dado que la expansión de la liquidez fue bastante superior a la caída en la velocidad de circulación de la liquidez y dado que el producto real creció a tasas muy bajas, la expansión de la liquidez estuvo asociada con crecimiento de precios.⁸ En promedio, el deflactor del PBI creció en más de 10% por año entre 1938 y 1945. Este fue un período de inflación relativamente alta, en comparación con las décadas de los 1920s y 1930s: en los 1920s y 1930s, la inflación en ningún año fue de dos dígitos. El índice de precios al por mayor muestra una tendencia similar al deflactor del PBI, sobre todo desde 1940. En diciembre de 1945, los precios al por mayor fueron 122% mayores que en diciembre de 1938. Los precios al por mayor crecieron a una tasa promedio anual de 12% entre 1938 y 1945.⁹

⁵ Calculamos el ingreso nominal como el PBI nominal. Contamos con estimaciones de PBI nominal en dólares (Seminario, 2015). Convertimos tales cifras a soles corrientes. Las cifras son anuales.

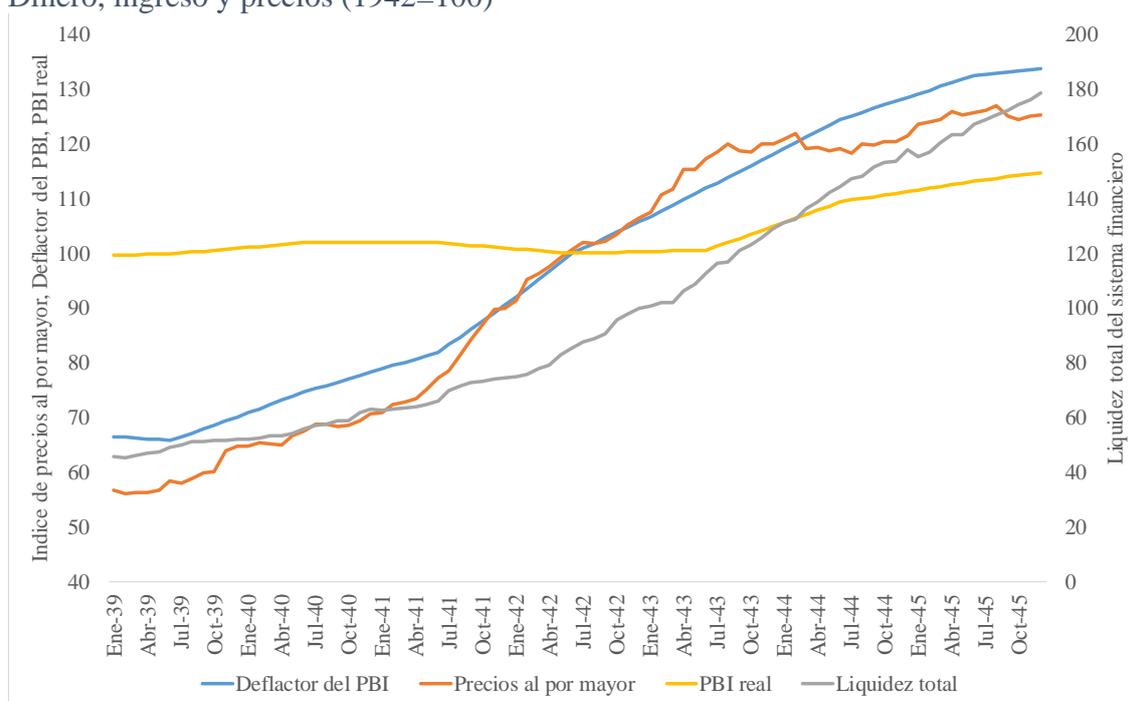
⁶ La velocidad de circulación del dinero se define como el ratio entre el ingreso nominal y la oferta de dinero. La velocidad de circulación mide el número de veces que el dinero cambia de manos en un período determinado. Si el público tiene una mayor preferencia por la moneda nacional, entonces se esperaría una menor velocidad de circulación. Usamos M1 para estimar la velocidad de circulación del dinero. Alternativamente, usamos liquidez en moneda nacional y liquidez total del sistema financiero para estimar la velocidad de circulación de la liquidez.

⁷ Es importante notar que, a pesar del entorno de relativa alta inflación, la velocidad de circulación de redujo. Por el contrario, en los 1980s la velocidad de circulación aumentó en un contexto de alta inflación. La caída en la velocidad de circulación de dinero sugiere que el público tenía credibilidad en la moneda, lo cual contuvo la presión del crecimiento de la oferta de dinero sobre los precios.

⁸ La inflación habría sido mayor si no se hubiera producido una reducción de la velocidad de dinero.

⁹ La evidencia muestra que hubo algunas diferencias entre el índice de precios al por mayor y el deflactor del PBI, sobre todo para 1939: para este año, el índice de precios al por mayor fue creciente, mientras que el deflactor del PBI cayó en 3%. Para los siguientes años, sin embargo, las tendencias de ambos índices de precios fueron muy parecidas.

Gráfico 4-1
Dinero, ingreso y precios (1942=100)



Fuentes: Seminario (2015) y BCRP. Ver Apéndice para más información.

Analicemos ahora con mayor detalle la evolución de la liquidez, la velocidad de circulación del dinero, el producto real y los precios en 1939-45. Contamos con información mensual de liquidez y precios al por mayor, e información anual de PBI, deflactor del PBI y velocidad de circulación de dinero.¹⁰

En los primeros tres meses de 1939, la oferta de dinero se encontró en alrededor de 245 millones de soles. En estos meses, la oferta de dinero (M1) creció a una tasa promedio anual de cerca al 9%. La liquidez en moneda nacional creció en torno a 11% promedio anual. La liquidez total del sistema financiero también creció en alrededor de 11% promedio anual. Por su parte, las colocaciones crecieron a una tasa promedio anual de casi 15% en los primeros tres meses de 1939. Los precios al por mayor crecieron alrededor de 1% por año en los primeros tres meses del año. El hecho de que los precios solo crecieran en 1% es consistente con una tendencia decreciente de la velocidad de circulación del dinero. Tomando en cuenta la fuerte caída de la velocidad de circulación del dinero en este año, incluso con un casi nulo crecimiento del PBI, una tasa de

¹⁰ Ver el apéndice para una descripción de las fuentes de información.

crecimiento de la liquidez de alrededor de 11% no era lo suficientemente grande como para generar una alta tasa de inflación.

Entre abril de 1939 y febrero de 1940, la liquidez creció a mayores tasas que en el primer trimestre de 1939. En este período, la oferta de dinero creció a tasas anuales usualmente entre 14% y 19%, por encima de la tasa de crecimiento de 9% del primer trimestre de 1939. Solo en julio de 1939 la oferta de dinero creció en menos de 14% promedio anual: en ese mes, la tasa anual de crecimiento fue 12,3%. Por su parte, la liquidez en moneda nacional y la liquidez total crecieron usualmente a tasas anuales entre 13% y 17% en este mismo período (abril 1939-febrero 1940). Por su parte, el crédito creció usualmente a tasas anuales entre 10% y 17%. En este período, dado que la liquidez creció a tasas por encima de 13% y el PBI creció a tasas bajas (0,5% en 1939 y 2% en 1940), la expansión de la liquidez estuvo asociada con una mayor tasa inflacionaria, a pesar de la caída de la velocidad de circulación. Los precios al por mayor crecieron a mayores tasas que a inicios de 1939. En particular, la inflación al por mayor aumentó de 1,1% en marzo de 1939 a 5% en junio de 1939. Luego, la inflación al por mayor se mantuvo entre 4% y 8% en julio-octubre de 1939. A finales de 1939 e inicios de 1940, la inflación aumentó. La inflación al por mayor aumentó de 6% en octubre de 1939 a 13% en noviembre de 1939 y 16% en febrero de 1940.

Entre marzo y octubre de 1940, la liquidez creció a menores tasas. La tasa de crecimiento de la oferta de dinero cayó de 16,3% en febrero de 1940 a 13,6% en marzo y luego se mantuvo entre 8% y 13% en abril-octubre de 1940. La tasa de crecimiento de la liquidez total del sistema financiero cayó de 16% en febrero de 1940 a 15% en marzo y luego se mantuvo entre 11% y 15% en abril-octubre de 1940.¹¹ Por su parte, el PBI creció solo en 2% en 1940, mientras que la velocidad de circulación del dinero cayó en alrededor de 4% en este año.¹² Con una caída en la velocidad de circulación de 4% y un crecimiento del PBI real de solo 2%,¹³ una tasa de crecimiento de liquidez por encima de 6% estuvo asociada con mayores precios. Dado que la liquidez creció a tasas entre 8% y 13% en abril-octubre de 1940, los precios subieron. Dado que la velocidad de circulación cayó en 1940 a una menor tasa que en 1939, la inflación no se redujo en este período, a pesar del menor ritmo de crecimiento de la liquidez. Entre marzo y octubre de 1940, la inflación al

¹¹ Por su parte, el crédito creció a tasas anuales entre 7% y 14% en marzo-octubre de 1940.

¹² Este rango recoge las diferencias en el crecimiento de la velocidad de circulación del dinero, de la liquidez en moneda nacional y de la liquidez total del sistema financiero.

¹³ Con ello, ya habían transcurrido cuatro años en los que el producto real crecía en 2% o menos.

por mayor se ubicó entre 14% y 19%. En comparación, la inflación al por mayor se encontró entre 12% y 16% entre noviembre de 1939 y febrero de 1940.

El ritmo de crecimiento de la liquidez se aceleró desde finales de 1940. Tras haber crecido a tasas anuales entre 8% y 13% en abril-octubre de 1940, la oferta de dinero creció en más de 17% en los dos últimos meses de 1940 y en 22%-26% en los primeros seis meses de 1941. La liquidez total del sistema financiero creció en alrededor de 20% promedio anual entre noviembre de 1940 y junio de 1941. En la segunda mitad de 1941, la liquidez mantuvo altas tasas de crecimiento. En este período, la oferta de dinero creció en 29%-37%, mientras que la liquidez total del sistema financiero creció en 18%-24%. La velocidad de circulación del dinero cayó en 7%-15% en 1941 con respecto a 1940. Esta caída de la velocidad de dinero no fue lo suficientemente grande como para contrarrestar el crecimiento de la liquidez. En 1941, la economía prácticamente no creció: en particular, la tasa de crecimiento del PBI real en este año fue solo 0,02%. Dado el casi nulo crecimiento del PBI, la expansión de la liquidez estuvo asociada con mayores precios. Los precios al por mayor crecieron en 1941 por encima de 9%. Es más, consistentemente con el cada vez mayor crecimiento de la liquidez, el ritmo de crecimiento de los precios aumentó a lo largo de 1941. La inflación al por mayor aumentó de 10% en enero de 1941 a 15% en junio de 1941 y en 26%-30% en octubre-diciembre de 1941.

A inicios de 1942, la liquidez creció a mayores tasas. La tasa de crecimiento de la oferta de dinero aumentó de 30% entre noviembre de 1941 y febrero de 1942 a 33%-36% en marzo y abril de 1942 y 41% en mayo-junio de 1942. Por su parte, la tasa de crecimiento de la liquidez total del sistema financiero estuvo alrededor de 19% en los últimos dos meses de 1941, pasando luego a 23% en abril de 1942 y 29% en junio de 1942. Mientras tanto, la velocidad de circulación de dinero cayó en alrededor de 10%-11% en 1942. Con una tasa de crecimiento de la liquidez de 30% o más, muy por encima de la caída de la velocidad de circulación del dinero, el ingreso nominal absorbió gran parte de la liquidez. El crecimiento del ingreso nominal no estuvo asociado con crecimiento del producto real: el PBI cayó en términos reales en 1942. El crecimiento del ingreso nominal estuvo entonces asociado con una elevada inflación. Luego de que la inflación al por mayor estuviese por debajo de 25% en casi todo el 1941, los precios al por mayor crecieron en 29% en enero de 1942, en 30%-33% en febrero-junio de 1942.

En la segunda mitad de 1942, la liquidez continuó creciendo a altas tasas. La oferta de dinero creció a tasas anuales entre 29% y 38% en julio-diciembre de 1942 y entre 27% y 34% en el primer trimestre de 1943; mientras que la liquidez total del sistema financiero creció a tasas anuales entre 25% y 34% entre julio de 1942 y junio de 1943. La velocidad de circulación del dinero y la velocidad de circulación de la liquidez cayeron en 10%-11% en 1941 y 1942. La caída de la velocidad de circulación fue mucho menor que el crecimiento de la liquidez. Dado que el producto real cayó en 1942 y creció por debajo de 2% en 1943, la expansión de la liquidez fue absorbida por mayores precios. La inflación al por mayor estuvo por encima de 20% en julio-septiembre de 1942 y 16%-19% entre octubre de 1942 y junio de 1943. En julio de 1942, la inflación al por mayor fue menor que en febrero-junio de 1942 (período en el cual la inflación superó el 30%). Sin embargo, la inflación todavía estuvo por encima de 15% promedio anual.

El ritmo de crecimiento de la liquidez se desaceleró desde mediados de 1943. Después de haber crecido por lo general a tasas anuales por encima de 30% entre enero de 1942 y abril de 1943, la oferta de dinero creció usualmente a tasas anuales de 22%-30% entre mayo de 1943 y diciembre de 1944. La liquidez total del sistema financiero creció a tasas anuales entre 18% y 30% entre julio de 1943 y diciembre de 1944, después de haber crecido siempre a tasas por encima de 30% entre octubre de 1942 y septiembre de 1943. En 1943, la velocidad de circulación del dinero cayó en 2%. Esta caída de la velocidad de circulación fue mucho menor que la experimentada en los cinco años anteriores. El PBI real, sin embargo, creció en casi 9% en 1944, mucho más que en los siete años anteriores. Con un mayor crecimiento de la economía y un menor crecimiento de la liquidez, la inflación cayó a pesar de la menor caída en la velocidad de circulación. Después de haber crecido a tasas anuales de 15%-20% entre octubre de 1942 y septiembre de 1943, los precios al por mayor crecieron a tasas de 10%-15% entre octubre de 1943 y febrero de 1944 y a tasas por debajo de 10% entre marzo y diciembre de 1944. Es más, en julio de 1944, los precios fueron menores que un año antes.

La desaceleración del crecimiento de la liquidez continuó en 1945. Entre enero y abril de 1945, la oferta de dinero creció a tasas anuales de alrededor de 18%. Entre junio y diciembre, las tasas anuales estuvieron entre 11% y 15%. La liquidez total del sistema financiero creció en alrededor de 18% en los cuatro primeros meses de 1945 y entre 13% y 16% en el resto del año. En este año, la velocidad de circulación del dinero cayó en 2%, a una tasa similar a la de 1944. El producto real creció en 3,4% en 1945. Dado que la

liquidez creció por encima de 10%, los precios siguieron en aumento. Las tasas de inflación al por mayor en 1945 fueron mayores que en 1944, pero fueron todavía de solo un dígito. En particular, la inflación fue 2,4% en enero de 1945, 5,6% en junio y 3,1% en diciembre.

En resumen, la economía peruana experimentó una significativa expansión de la liquidez a inicios de los 1940s, llegando a un pico en 1942-43. La expansión de la liquidez en este período puede tener varias interpretaciones. Una primera interpretación es que la demanda por soles se expandió en este período. Ante la mayor demanda, el Banco Central habría inyectado liquidez. Una segunda interpretación es que la expansión de la liquidez fue exógena a la demanda por dinero, ocasionando la expansión del ingreso nominal.

Analicemos primero si hubo un crecimiento de la demanda por dinero. En la Memoria de 1939, el BCRP sostenía que la expansión de la liquidez provenía de una mayor demanda por dinero, la cual a su vez estaba relacionada con la expansión de la actividad productiva. En particular, de acuerdo con el BCRP:

[...] si bien es verdad que los precios han subido, no toda la mayor demanda de circulante por parte del público proviene de esos mayores precios, sino que corresponde también a un mayor volumen de los negocios y a un más amplio poder de absorción por causa del aumento de las actividades y de la incorporación al ritmo del progreso patrio de circunscripciones territoriales antes apartadas de los centros vitales del país y hoy unidas a ellos por buenas vías de comunicación. (Banco Central de Reserva del Perú, 1940, p. 20.)

La evidencia, sin embargo, muestra que el PBI creció a tasas muy bajas a finales de los treinta e inicios de los cuarenta. Si se produjo una expansión de la demanda por dinero, ello no se debió al muy bajo crecimiento de la actividad económica.

La demanda nominal por dinero podría también crecer por el crecimiento del nivel de precios. Manteniendo constante la demanda por saldos reales de dinero, el aumento de precios llevaría a una mayor demanda por saldos nominales. La inflación llevaría a una mayor demanda nominal por dinero, la cual a su vez llevaría a mayor liquidez. En este caso, los precios subirían por factores exógenos a la política monetaria, tales como un shock negativo de oferta. Los precios internacionales podían haber aumentado; pero ello solo llevaría a mayores precios domésticos de productos transables. Es más, frente a mayor inflación externa, la apreciación del sol contrarrestaría al menos en parte la inflación externa.

El supuesto de que la demanda real por dinero se mantenga constante, sin embargo, es difícil de mantener en un contexto inflacionario. Por otro lado, la evidencia sugiere que el aumento de precios no fue una causa de la expansión de la liquidez. No hubo mayores shocks de oferta internos que hayan llevado a un aumento de precios sistemático en estos años. La Segunda Guerra Mundial pudo haber ocasionado un aumento de precios. Sin embargo, la inflación externa fue menor que la inflación doméstica. La Segunda Guerra no fue la causa de la creciente inflación interna en este período.

En realidad, la expansión de la liquidez no fue ocasionada por la expansión de la demanda por dinero. La expansión de la liquidez llevó a un aumento del ingreso nominal, a pesar de la caída en la velocidad de circulación del dinero. La expansión de la liquidez se debió a su vez al crecimiento de la base monetaria. Tal como veremos más adelante, el crecimiento de la base monetaria se debió en gran medida al financiamiento del tesoro.

La expansión del ingreso nominal podría implicar el crecimiento del producto real o el crecimiento de los precios. En teoría, la expansión de la liquidez podría incentivar el producto real cuando existen rigideces nominales. La nula correlación entre la liquidez y el PBI sugiere que no había rigideces nominales importantes en los mercados de factores. En presencia de rigideces nominales, la mayor liquidez y los mayores precios llevarían a mayor empleo y mayores niveles de producto. Ese no fue el caso de la economía peruana entre 1939 y 1945: el PBI creció a tasas muy bajas en este período. Es interesante notar que la inflación fue creciente en 1940 y 1941, mientras que el crecimiento del PBI se mantuvo alrededor de 0%. En 1943 y 1944, la inflación se desaceleró, pero el PBI creció a mayores tasas. No hubo pues una correlación en el corto plazo entre la inflación y el crecimiento del PBI. En los años en que la inflación fue creciente, el crecimiento de la economía fue nulo; mientras que en los años en que la inflación fue decreciente, el crecimiento del producto se aceleró. El crecimiento del stock de dinero tuvo un efecto en los precios, pero no en el producto.

La expansión de la liquidez llevó al crecimiento de los precios. La reducción de la velocidad de circulación contrarrestó en parte el efecto de la expansión monetaria en los precios. Sin embargo, tomando en cuenta que la masa monetaria (medida como M1 o como liquidez total) creció en varios años a tasas por encima del 20%, la reducción de la velocidad de circulación del dinero no fue tan grande como para contrarrestar perfectamente el efecto de la expansión monetaria en los precios. Por su parte, el PBI real

creció a tasas muy bajas, por lo que tampoco contrarrestó el crecimiento de la masa monetaria. La expansión de la masa monetaria se tradujo en inflación, especialmente entre 1940 y 1943.

El crecimiento de la liquidez tuvo un efecto no solo en los precios sino además en el tipo de cambio. A finales de diciembre de 1938, la cotización del oro fue 5,45 soles por gramo fino. En 1939, el sol se depreció con respecto al oro. En diciembre de 1939, la cotización del oro fue 6,2 soles por gramo fino. La depreciación del sol continuó en los siguientes meses. En junio de 1940, la cotización del oro llegó a ser 7,1 soles por gramo fino. En los siguientes 18 meses, la cotización del oro se mantuvo entre 7,1 y 7,2 soles por gramo fino. En 1942-45 la cotización del oro se mantuvo entre 6,9 y 7,1 soles por gramo fino.

3. Liquidez, base monetaria y multiplicador bancario

Como mencionamos en la sección anterior, el stock de dinero contribuyó en gran medida al crecimiento de los precios.¹⁴ ¿Cómo explicar el crecimiento del stock de dinero? El stock de dinero depende de la base monetaria, la preferencia por circulante y la tasa de encaje. El stock de dinero depende positivamente de la base monetaria y negativamente de la preferencia por circulante y la tasa de encaje de los bancos.

La preferencia del público por circulante es medida como el ratio de circulante a depósitos.¹⁵ Frente a un mayor retorno por mantener depósitos, menor será la preferencia por circulante; mientras que, ante una mayor necesidad de efectivo o un mayor riesgo de inconvertibilidad de los depósitos, mayor será la preferencia por circulante. Un incremento en la preferencia por circulante reduce la capacidad de los bancos de crear dinero y por lo tanto reduce la liquidez. La preferencia por circulante experimentó algunos cambios en este período. Por lo general, el ratio circulante a depósitos se ubicó entre 0,35 y 0,45 en este período (Gráfico 4-2). En 1942 y 1943, la preferencia por circulante fue mayor que en el resto del período.¹⁶

¹⁴ En esta sección, medimos el stock de dinero como la liquidez total del sistema financiero.

¹⁵ Para el cálculo de los ratios circulante a depósitos y reservas a depósitos, utilizamos el total de depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera.

¹⁶ En diciembre de 1938, el ratio circulante a depósitos fue 0,4. La preferencia por circulante aumentó en 1939, llegando a 0,45 en octubre. En 1940, la preferencia por circulante siguió una tendencia errática. El ratio disminuyó ligeramente en el primer trimestre del año, para luego crecer también ligeramente en el segundo trimestre. En la segunda mitad del año, el ratio

El encaje que mantienen los bancos por los depósitos es igual al encaje legal y a las reservas voluntarias de los bancos. La tasa de encaje de los bancos (medida como el ratio entre las reservas de los bancos y los depósitos del público) depende de la normatividad sobre encaje legal y de las medidas de precaución que toman los bancos. Los bancos estarán dispuestos a mantener un encaje por encima de los mínimos legales sobre todo cuando existe una mayor probabilidad de que el público desee retirar sus depósitos. A mayor tasa de encaje, menor será la capacidad de creación de dinero por parte de los bancos.

De acuerdo con la legislación de bancos, los bancos debían mantener encaje para hacer frente a sus obligaciones con el público. De acuerdo con la Ley 8050 de 1935, los bancos debían mantener como encaje por lo menos:¹⁷ i) el 15% del monto de los depósitos u obligaciones a la vista, ii) el 6% de las imposiciones u obligaciones a plazo, iii) el 6% de las imposiciones de ahorro. El encaje incluía oro amonedado o en pasta a un precio equivalente a su contenido en oro fino, billetes bancarios del BCRP, depósitos a la vista en el BCRP y moneda feble de plata y níquel. La moneda feble no podía superar el 15% del encaje legal. Adicionalmente, el encaje legal para hacer frente a obligaciones en moneda extranjera podría incluir “depósitos a la vista en bancos de primera clase situados en el extranjero”.¹⁸ A lo largo de este período, los bancos mantuvieron tasas por encima de los mínimos requeridos. La tasa de encaje nunca fue menor que 16%. Por lo general, la tasa de encaje estuvo por encima de 20%. Los cambios en la tasa de encaje pueden

circulante a depósitos disminuyó de 0,4 en junio a 0,35 en diciembre. En 1941, la preferencia por circulante aumentó de 0,35 en enero a 0,4 en mayo, se mantuvo constante en los siguientes seis meses, y luego aumentó a 0,46 en diciembre. En los siguientes doce meses, el ratio circulante a depósitos estuvo entre 0,44 y 0,48. En 1943, el ratio fue menor que en 1942, pero estuvo por lo general por encima de 0,4. Entre enero de 1944 y junio de 1945, la preferencia por circulante estuvo alrededor de 0,4. En la segunda mitad del año, el ratio circulante a depósitos se encontró entre 0,4 y 0,43.

¹⁷ La Ley 7159 de 1931 establecía los porcentajes mínimos de encaje. De acuerdo con la Ley de 1931, los porcentajes mínimos de encaje eran los siguientes: i) el 20% de los depósitos u obligaciones a la vista, ii) el 8% de todas las imposiciones u obligaciones a corto plazo. Las obligaciones a la vista incluían los depósitos bancarios de cualquier naturaleza, “incluyendo el saldo no girado de las autorizaciones de sobregiros que no puedan ser revocados en cualquier momento por el banco, cuyo pago puede ser exigido legalmente en 30 días o menos” Los cheques girados a cargo de bancos locales y recibidos en depósito podían ser deducidos del total de las obligaciones a la vista. La Ley de 1931 establecía un tope de 10% para la moneda feble. Estos porcentajes fueron luego modificados por la Ley 8050 de 1935. Esta Ley estuvo vigente durante nuestro período de análisis.

¹⁸ Excluyendo a aquellos que están afiliados o sean dueños o accionistas del banco que posee y conserva esos depósitos.

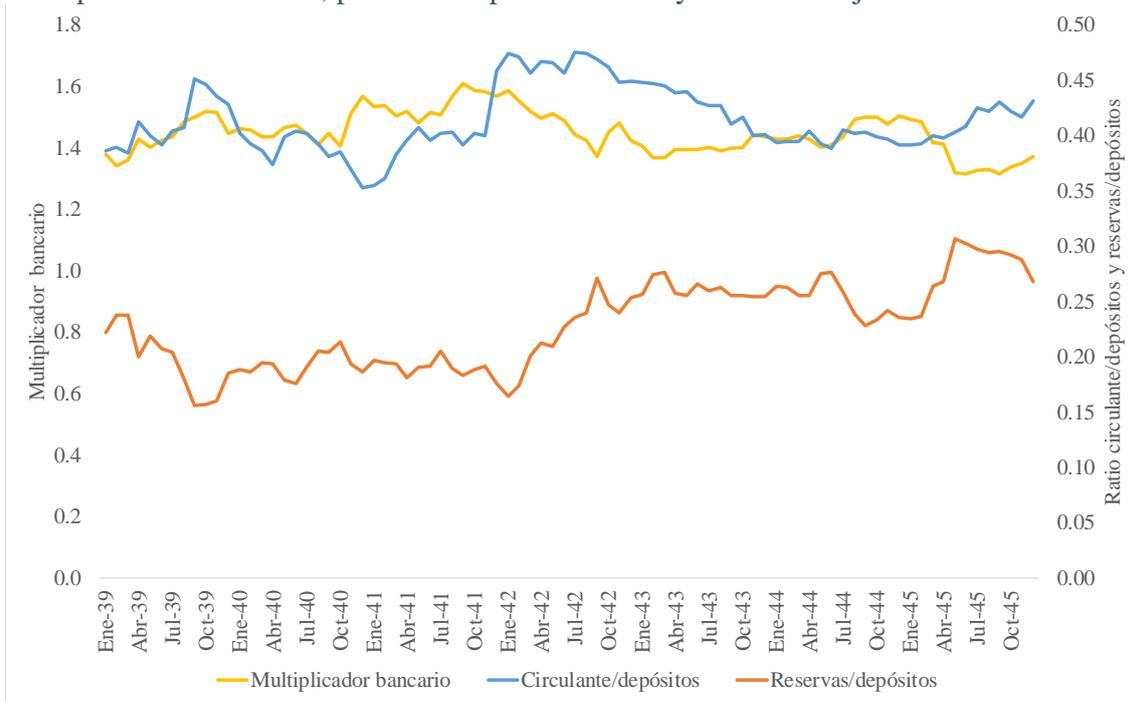
haber dependido en parte de las precauciones que tomaban los bancos para hacer frente al retiro de depósitos.¹⁹

El multiplicador bancario es una función de la preferencia por circulante y de la tasa de encaje. En particular, el multiplicador bancario depende negativamente de la preferencia por circulante y de la tasa de encaje. De acuerdo con nuestros cálculos, el multiplicador bancario tuvo un comportamiento bastante estable en este período. El ratio circulante a depósitos y el ratio reservas a depósitos experimentaron cambios, pero en varias ocasiones estos cambios se dieron en direcciones opuestas, por lo que el multiplicador bancario se mantuvo prácticamente constante. Los mayores cambios se produjeron entre octubre de 1941 y septiembre de 1942, cuando el multiplicador cayó de 2,2 a 1,9, y a inicios de 1945, cuando el multiplicador cayó de 2,1 en febrero a 1,8 en mayo, en ambos casos por el aumento de las ratios circulante/depósitos y reservas/depósitos. Sin embargo, incluso en estos períodos de mayor cambio, el multiplicador bancario se mantuvo entre 1,8 y 2,3.

Como hemos sostenido, el stock de dinero se ve influenciado por la base monetaria, la preferencia por circulante y la tasa de encaje. El Gráfico 4-3 muestra la evolución de la liquidez y la base monetaria. Claramente, las tendencias de ambos agregados monetarios fueron similares. Ambas series fueron crecientes en 1939-45. Además, ambas series experimentaron una aceleración de su crecimiento desde 1942. En términos generales, la base monetaria fue la principal determinante de la liquidez. Sin embargo, la contribución de la base monetaria, la preferencia por liquidez y la tasa de encaje varió en el tiempo.

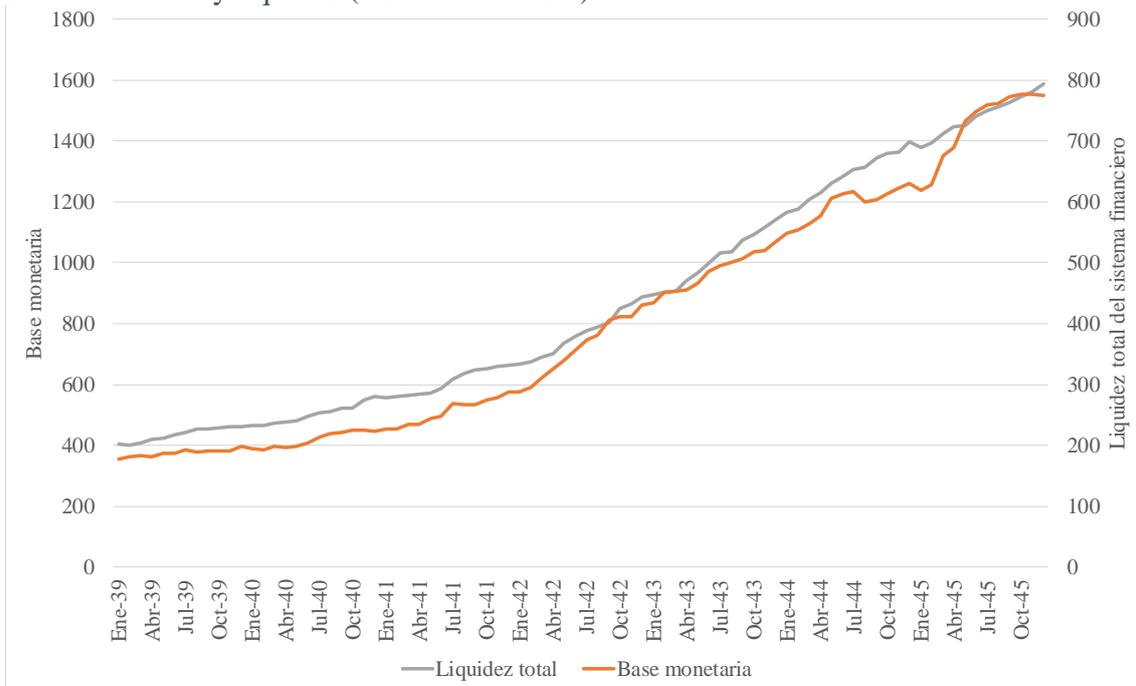
¹⁹ A finales de 1938, la tasa de encaje fue 0,22. En los siguientes tres meses, el encaje se mantuvo relativamente constante: la tasa de encaje aumentó ligeramente en los primeros meses de 1939, llegando a 0,26 en febrero y marzo de 1939. Desde marzo de 1939, la tasa de encaje se redujo, llegando a 0,16 en septiembre. Pese a la disminución en la tasa de encaje, en septiembre, los bancos mantenían un exceso importante de reservas. El encaje aumentó en los siguientes meses, llegando a 0,19 en abril de 1940. En 1940, la tasa de encaje siguió una tendencia errática. La tasa de encaje fue 0,185 en diciembre de 1939, 0,176 en junio de 1940 y 0,186 en diciembre de 1940. En 1941, la tasa de encaje fue 0,19 en enero y se mantuvo entre 0,173 y 0,197 en el resto del año. En 1942 y a inicios de 1943, el encaje aumentó, pasando de 0,2 en marzo de 1942 a 0,27 en febrero de 1943. Desde entonces y hasta mediados de 1944, la tasa de encaje se mantuvo por encima de 0,25. El encaje disminuyó ligeramente a finales de 1944 (aunque siempre estando por encima de 0,2), pero volvió a situarse por encima de 0,25 entre marzo y diciembre de 1945.

Gráfico 4-2
Multiplicador monetario, preferencia por circulante y tasa de encaje



Fuentes: BCRP, Superintendencia de Bancos [SB]. Ver apéndice para más información.

Gráfico 4-3
Base monetaria y liquidez (millones de soles)



Fuentes: BCRP, SB. Ver apéndice para más información.

Dado que el multiplicador bancario no experimentó cambios significativos, los cambios en la oferta de dinero se debieron en gran medida a cambios en la base monetaria (Cuadro 4-2). Entre diciembre de 1938 y diciembre de 1941, la liquidez total del sistema financiero creció en términos acumulados en 49%, es decir 1,4% promedio mensual. La contribución de la base monetaria fue 47%, equivalente al 96% del crecimiento acumulado de la liquidez. La tasa de encaje contribuyó con 15% y la preferencia por circulante con -10% del crecimiento de la liquidez. Entre diciembre de 1941 y 1943, la liquidez creció a mayores tasas. En términos acumulados, la liquidez creció en 55%, equivalente a 2,3% promedio mensual. La base monetaria contribuyó con más del 100% del crecimiento de la liquidez, mientras que el porcentaje del crecimiento de la liquidez atribuido a la tasa de encaje fue -21%. La preferencia por circulante contribuyó con el 10% del crecimiento de la liquidez. Entre diciembre de 1943 y 1945, la liquidez creció a un menor ritmo. En particular, la liquidez creció en términos acumulados en 33%, equivalente a 1,4% promedio mensual. Nuevamente, la fracción del crecimiento de la liquidez atribuido a la base monetaria superó el 100%.²⁰

En total, entre diciembre de 1938 y 1945, prácticamente el total del crecimiento de la liquidez puede ser atribuido a la base monetaria: la fracción de crecimiento de la liquidez atribuido a la base monetaria fue 1,07 (o 107%). El ratio circulante a depósitos tuvo un efecto negativo en el crecimiento de la liquidez. El aporte de la preferencia por circulante, sin embargo, solo llegó a -2% del crecimiento de la liquidez. Por su parte, el aporte de la tasa de encaje significó solamente el -5% del crecimiento de la liquidez.

Cuadro 4-2

Contribución al crecimiento de la liquidez total del sistema financiero

	De diciembre de 1938 a diciembre de 1941	De diciembre de 1941 a diciembre de 1943	De diciembre de 1943 a diciembre de 1945	De diciembre de 1938 a diciembre de 1945
Número de meses	36	24	24	84
Tasa de crecimiento acumulado de la liquidez (%) 1/	49.16	54.66	32.63	136.46
Contribución al crecimiento acumulado de la liquidez (%) 2/				
Base monetaria	47.42	61.93	36.98	146.33
Ratio circulante/depósitos	-5.16	5.53	-2.36	-2.90
Ratio reservas/depósitos	7.61	-11.69	-2.07	-7.34
Interacción de ratios	-0.71	-1.10	0.09	0.36
Porcentaje del cambio en la liquidez (cambio total = 100%), atribuido a:				
Base monetaria	96.47	113.29	113.32	107.24
Ratio circulante/depósitos	-10.50	10.11	-7.24	-2.13
Ratio reservas/depósitos	15.47	-21.39	-6.35	-5.38
Interacción de ratios	-1.44	-2.02	0.28	0.27

Notas: El cuadro reporta la contribución al crecimiento de la liquidez

1/ El crecimiento acumulado de la liquidez es calculado como la diferencia en el logaritmo natural de la liquidez.

2/ La descripción del cálculo de contribución al crecimiento de la liquidez está en el texto.

²⁰ En el apéndice, están descritas las fórmulas utilizadas para el cálculo de la contribución al crecimiento de la liquidez.

Analicemos con mayor detalle la evolución de la liquidez y sus determinantes entre diciembre de 1938 y diciembre de 1945.

En diciembre de 1938, la base monetaria fue 179 millones de soles y la liquidez total del sistema financiero fue 405 millones de soles. En los primeros tres meses de 1939, la base monetaria se mantuvo alrededor de 180 millones de soles. Entre abril y octubre, la base monetaria estuvo entre 180 y 190 millones de soles. Por el contrario, la tasa de encaje disminuyó significativamente en este año de 0,22 a finales de 1938 a 0,15 en septiembre de 1939. Los bancos optaron por reducir el porcentaje de sus depósitos que mantenían como reservas. Esta disminución no se produjo como consecuencia de un cambio de política monetaria: la legislación no modificó la tasa mínima de encaje de los bancos. La disminución de la tasa de encaje por parte de los bancos expandió la liquidez. Por cada sol de depósitos, los bancos optaron por prestar un mayor porcentaje, lo que aumentó el multiplicador bancario. El aumento de la preferencia por circulante, sin embargo, tuvo un efecto negativo en el multiplicador. En términos netos, el multiplicador bancario aumentó ligeramente de 2,26 en diciembre de 1938 a 2,4 en octubre de 1939. La liquidez total del sistema financiero creció de 405 millones de soles a cerca de 460 millones de octubre. En los últimos tres meses de 1939, la preferencia por circulante disminuyó ligeramente, mientras que la tasa de reserva aumentó de 0,15 en septiembre a 0,18 en diciembre. La base monetaria se mantuvo entre 190 y 200 millones de soles, y la liquidez se mantuvo alrededor de 460 millones de soles. En total, en 1939, la liquidez creció en 14%, mientras que la base monetaria creció en 11%. A su vez, el ratio circulante a depósitos creció en 8% y la tasa de encaje cayó en 16%.

El ratio circulante a depósitos disminuyó de 0,43 en diciembre de 1939 a 0,37 en abril de 1940, se recuperó ligeramente a 0,4 en junio, pero luego disminuyó a 0,35 en diciembre. Mientras tanto, la tasa de encaje se mantuvo alrededor de 0,19 en los primeros cuatro meses de 1940, disminuyó a 0,176 en junio, pero luego aumentó a 0,21 en octubre y volvió a disminuir a 0,185 en diciembre. El multiplicador bancario aumentó ligeramente de 2,33 en diciembre de 1939 a 2,4 en febrero de 1940 debido a la menor preferencia por circulante. Luego de llegar a 2,42 en junio, el multiplicador bancario disminuyó a 2,31 en octubre debido al aumento en la tasa de encaje, para luego aumentar a 2,5 en diciembre debido a la disminución en la preferencia por circulante y en la tasa de encaje. La base monetaria fue alrededor de 200 millones de soles en diciembre de 1939. Luego se mantuvo entre 190 y 200 millones de soles en enero-mayo de 1940, para luego aumentar

a 225 millones de soles en octubre. En los últimos dos meses de 1940, la base monetaria se mantuvo alrededor de 225 millones de soles. La liquidez total siguió una tendencia positiva en este año, pasando de 462 millones de soles en diciembre de 1939 a casi 500 millones en junio de 1940 y 560 millones en diciembre. El crecimiento de la liquidez en 1940 puede ser explicado en gran parte por la expansión de la base monetaria. En 1940, la liquidez creció en 20% en 1940, mientras que la base monetaria creció en 12% y el multiplicador bancario aumentó en 8%. En 1940, el crecimiento del multiplicador bancario se produjo como consecuencia de la disminución de la preferencia por circulante: el ratio circulante a depósitos cayó en casi 18% y la tasa de encaje creció en 0,4%.

En 1941, la preferencia por circulante aumentó en 30%, luego de haber caído en 17% un año antes. El ratio circulante a depósitos aumentó de 0,35 en diciembre de 1940 a 0,41 en mayo de 1941, para luego mantenerse entre 0,39 y 0,41 hasta noviembre. En diciembre, la preferencia por circulante aumentó a 0,46. La tasa de encaje tuvo un comportamiento bastante estable en la mayor parte del año. La tasa de encaje se mantuvo entre 0,18 y 0,21 entre diciembre de 1940 y noviembre de 1941. En diciembre, la tasa fue solo ligeramente menor que 0,18. En total, la tasa de encaje disminuyó en 5,8% entre diciembre de 1940 y diciembre de 1941. El multiplicador bancario disminuyó en 8,4% en 1941, debido en gran medida al aumento de la preferencia por circulante. El multiplicador disminuyó de 2,5 en diciembre de 1940 a 2,35 en mayo de 1941 debido al aumento en la preferencia por circulante. El multiplicador disminuyó a 2,3 en julio de 1941, para luego aumentar a 2,4 en septiembre y volver a disminuir a 2,3 en diciembre. Por su parte, la base monetaria aumentó de 222 millones de soles en enero a 247 millones en junio y casi 290 millones en diciembre. En total, la base monetaria creció en 29% en 1941. La liquidez total del sistema financiero aumentó de 557 millones de soles en enero a 663 millones en diciembre. En total, la liquidez creció en 19% en 1941 en gran medida a la expansión de la base monetaria. La liquidez creció más lentamente que la base monetaria debido a la caída en el multiplicador bancario, lo cual a su vez se debió al fuerte crecimiento de la preferencia por circulante.

En 1942, la preferencia por circulante no experimentó grandes cambios. El ratio circulante a depósitos se mantuvo entre 0,45 y 0,48 en la mayor parte del año. El ratio disminuyó solo en los últimos dos meses de este año. Pero la disminución no fue significativa: en noviembre y diciembre de 1942, el ratio circulante a depósitos estuvo

solo ligeramente debajo de 0,45. La tasa de encaje mostró un comportamiento bastante más volátil que la preferencia por circulante. En particular, la tasa de encaje se mantuvo alrededor de 0,17 en los primeros dos meses de 1942, para luego aumentar a 0,2 en marzo y 0,27 en septiembre. En diciembre de 1942, la tasa de encaje fue 0,25. El multiplicador bancario experimentó una fuerte caída entre diciembre de 1941 y septiembre de 1942. En particular, el multiplicador bancario cayó de 2,3 en diciembre de 1941 a 2,0 en septiembre de 1942. En diciembre de 1942, el multiplicador bancario fue 2,1. En total, el multiplicador bancario cayó en 10% en 1942, como consecuencia del fuerte crecimiento de la tasa de encaje: en este año, el ratio circulante a depósitos cayó en 2% y la tasa de encaje creció en 45%. La base monetaria mantuvo una tasa elevada de crecimiento en este año. La base monetaria aumentó de 288 millones de soles en diciembre de 1941 a 355 millones en junio de 1942 y 430 millones en diciembre de 1942. En total, la base monetaria creció en casi 50% en este año. Por su parte, la liquidez total del sistema financiero creció en 34%. El crecimiento de la tasa de encaje contrarrestó en parte el crecimiento de la base monetaria. A pesar del crecimiento de la tasa de encaje, sin embargo, la expansión de la base monetaria llevó a la expansión de la liquidez.

En 1943, la preferencia por circulante cayó. En particular, el ratio circulante a depósitos disminuyó de 0,5 en diciembre de 1942 a 0,4 en septiembre de 1943, se recuperó ligeramente en octubre de 1943, pero volvió a caer a 0,4 dos meses después. En total, el ratio circulante a depósitos cayó en 11% en 1943. Por su parte, la tasa de encaje aumentó de 0,25 en diciembre de 1942 a 0,27 en febrero de 1943, pero luego disminuyó a 0,25 en abril. En el resto del año, la tasa de encaje se mantuvo alrededor de 0,26. El multiplicador bancario se mantuvo entre 2 y 2,1 en los primeros ocho meses de 1943, para luego ligeramente aumentar a un rango entre 2,1 y 2,15 entre septiembre y diciembre de ese año. En total, el multiplicador bancario aumentó en solo 3,7% en 1943. La base monetaria siguió una tendencia creciente, aunque a una tasa de crecimiento menor que en 1942. La base monetaria aumentó de 430 millones de soles en diciembre de 1942 a 501 millones en agosto de 1943 y a 535 millones en diciembre. En 1943, la base monetaria creció en 24%, por debajo del 50% de 1942. Dado el crecimiento de la base monetaria, la liquidez del sistema financiero también creció. En particular, la liquidez del sistema financiero creció en 29% en 1943, por debajo del 34% alcanzado en 1942.

En 1944, la preferencia por circulante y la tasa de encaje cayeron, lo que llevó al crecimiento del multiplicador bancario. El multiplicador bancario creció en alrededor de

4%, ritmo de crecimiento parecido al experimentado en 1943. El ratio circulante a depósitos cayó en solo 2% en este año. Esta ratio se mantuvo entre 0,39 y 0,41 a lo largo del año. Por su parte, la tasa de encaje tuvo un comportamiento errático a lo largo del año. En promedio, la tasa cayó en 7,4% en este año. La tasa de encaje aumentó ligeramente a inicios de 1944, pasando de 0,25 en diciembre de 1943 a 0,26 en enero de 1944, para luego disminuir a 0,25 en abril. La tasa aumentó a 0,27 en mayo, pero luego disminuyó a 0,23 en septiembre. En diciembre de 1944, la tasa de encaje fue 0,23. La base monetaria creció de 535 millones de soles en diciembre de 1943 a 618 millones en julio de 1944, pero luego disminuyó a 600 millones en agosto. En los siguientes meses, la base monetaria se recuperó y continuó creciendo, llegando a 630 millones de soles en diciembre de 1944. En total, la base monetaria creció en 18% en 1944, una tasa menor que la observada en 1942 y 1943. La liquidez del sistema financiero creció en 22%, también por debajo del ritmo de crecimiento de los dos años anteriores. Tanto la base monetaria como la liquidez del sistema financiero crecieron en 1944 a tasas menores que las observadas en 1942 y 1943. Asimismo, tanto la base monetaria como la liquidez llegaron a un pico de crecimiento en 1942. Desde entonces las tasas de crecimiento cayeron.

En 1945, tanto la preferencia por liquidez como la tasa de encaje se recuperaron, lo que llevó a una caída en el multiplicador bancario. En particular, el multiplicador bancario cayó en casi 8% en 1945. El ratio circulante a depósitos aumentó de 0,39 en diciembre de 1944 a 0,4 en mayo de 1945, 0,42 en julio y 0,43 en septiembre. En octubre y noviembre, la preferencia por circulante se contrajo; pero en diciembre volvió a crecer. Por su parte, la tasa de encaje siguió una tendencia creciente en los primeros meses del año, pasando de 0,24 en diciembre de 1944 a 0,26 en marzo de 1945 y 0,3 en mayo. En los últimos meses, la tasa de encaje cayó, llegando a 0,27 en diciembre de 1945. Aun así, en total, la tasa de encaje creció en 14% en 1945. La base monetaria creció en 23%, a una tasa similar a la experimentada en 1944. La base monetaria disminuyó de 630 millones de soles en diciembre de 1944 a 620 millones en enero de 1945, pero luego creció a 689 millones en abril y más de 770 millones en los últimos cuatro meses del año. Debido a la expansión de la base monetaria, la liquidez del sistema financiero también creció. La liquidez, sin embargo, creció a una tasa menor que la observada en 1944. En particular, la liquidez del sistema financiero creció en 13%, por debajo de la tasa de 22% correspondiente a 1944.

En resumen, la liquidez y la base monetaria siguieron una tendencia positiva. El crecimiento de la liquidez estuvo en gran parte determinado por el crecimiento de la base monetaria. En todos los años, la tasa de crecimiento de la liquidez y de la base monetaria fue positiva. Es más, en ambos casos, la tasa anual siempre estuvo por encima de 10%. Asimismo, tanto en el caso de la liquidez como en el de la base monetaria, la tasa de crecimiento alcanzó un pico en 1942. La preferencia por circulante y la tasa de encaje no mantuvieron la misma tendencia a lo largo de este período. En algunos casos, el crecimiento de la preferencia por circulante y/o de la tasa encaje contrarrestaron parcialmente el impacto de la base monetaria en la liquidez. Ello se produjo sobre todo en 1941 y 1942.

4. Fuentes de crecimiento de la base monetaria

En teoría, la expansión de la base monetaria puede deberse a varios factores. El Banco Central podía inyectar soles en la economía a través de varias operaciones. El Banco Central podía crear dinero como consecuencia de colocaciones en el sector privado y el sector público (a través de operaciones de préstamo directo, descuento y redescuento) o de las operaciones de compra de oro y moneda extranjera. En las siguientes secciones, analizaremos las operaciones del BCRP y cómo éste inyectó soles en la economía peruana.

Cuentas del balance general

Un análisis general de las cuentas del balance general del BCRP nos brinda información útil sobre la importancia relativa de las diversas cuentas del activo y el pasivo y sobre su evolución en el tiempo. El Cuadro 4-3 contiene información sobre las principales cuentas del activo y el pasivo del Banco Central en 1938-45.

El pasivo total del Banco Central aumentó de 163 millones de soles en diciembre de 1938 a 770 millones en diciembre de 1945. La expansión del pasivo se dio en gran medida como consecuencia del crecimiento de las obligaciones del Banco Central. La emisión se expandió de 108 millones de soles en 1938 a 502 millones en 1945 y los depósitos aumentaron de 40 millones de soles en 1938 a 233 millones de soles. En total, las obligaciones del BCRP aumentaron de menos de 150 millones de soles en 1938 a casi

740 millones de soles en 1945. Como porcentaje de los pasivos, las obligaciones del BCRP aumentaron de 91% en 1938 a 96% en 1945.

El capital del BCRP también aumentó en este período, pero a una tasa muy por debajo de lo observado para las obligaciones. En particular, el capital aumentó de 11 millones de soles en diciembre de 1938 a 13,7 millones en diciembre de 1945. El capital creció en 30% entre 1938 y 1945. En comparación, las obligaciones del Banco Central aumentaron en casi 400% en 1938-45. Dado que el capital aumentó a mucho menor ritmo que la emisión o los depósitos, la participación del capital en el pasivo total disminuyó de 6,7% en 1938 a solo 1,8% en 1945.

El crecimiento del BCRP se dio pues como consecuencia de la expansión de la base monetaria. Para comprender las fuentes de crecimiento de la base monetaria, es importante analizar las cuentas del activo. El activo del BCRP creció rápidamente en 1938-45 de 163 millones de soles a 770 millones de soles. ¿A qué se debió tal crecimiento?

El principal componente del activo estuvo constituido por las colocaciones en el tesoro público. En 1938, las colocaciones en el tesoro público llegaron a 85 millones de soles, lo cual representaba el 52% del activo total del BCRP. Este porcentaje aumentó a 66% en 1941, disminuyó a 62% en 1942, pero volvió a aumentar en los siguientes años, llegando a 74% en 1945. En diciembre de 1945, las colocaciones en el tesoro llegaron a 570 millones de soles, casi 7 veces el nivel alcanzado a finales de 1938.

Las colocaciones en los bancos asociados cayeron entre 1939 y 1942 y se recuperaron en los siguientes años. En particular, las colocaciones en los bancos asociados disminuyeron de 22 millones de soles en 1938 y 1939 a 6,4 millones en 1942, y luego aumentaron a 25 millones en 1945. Como porcentaje del activo total, las colocaciones en los bancos asociados disminuyeron de 13% en 1938 a 1,5% en 1942, recuperándose ligeramente en los siguientes años. En 1945, las colocaciones en los bancos asociados representaron solo el 3% del activo total del BCRP.

El encaje del Banco Central estaba constituido por las tenencias de oro, plata, otros metales y moneda extranjera. El encaje aumentó de 53 millones de soles en 1938 a 168 millones de soles en 1945. El mayor ritmo de crecimiento del encaje se produjo en 1942: el encaje pasó de 70 millones de soles en 1941 a 130 millones de soles en 1942. A pesar del crecimiento del encaje, sin embargo, la participación del encaje en el activo total no creció a un ritmo elevado. Como porcentaje del activo, el encaje disminuyó de 32% en

1938 a 25% en 1941, aumentó a 31% en 1942, pero volvió a disminuir en los siguientes años, llegando a 22% en 1945.

En conclusión, el elevado crecimiento de los activos puede explicarse en gran medida por la expansión de las colocaciones en el tesoro público. Otras cuentas del activo también crecieron, pero aun ritmo mucho menor que las colocaciones en el tesoro. En las siguientes páginas, analizaremos con mayor detalle las fuentes del crecimiento de la base monetaria.

Cuadro 4-3

Balance del Banco Central de Reserva del Perú (millones de soles)

	1938		1939		1940		1941		1942		1943		1944		1945	
Activo		%		%		%		%		%		%		%		%
Encaje y fondos en el extrar	52.81	32.40	53.23	29.04	61.35	28.55	69.58	25.32	130.37	31.04	159.42	30.30	144.92	23.26	167.85	21.79
Colocaciones																
Bancos asociados	21.87	13.42	22.01	12.01	15.01	6.98	14.84	5.40	6.39	1.52	9.47	1.80	14.49	2.33	25.17	3.27
Bancos no asociados	1.84	1.13	1.81	0.99	6.65	3.09	6.87	2.50	23.47	5.59	13.48	2.56	9.13	1.47	3.48	0.45
Bancos ex asociados	0.67	0.41	0.63	0.34	0.58	0.27	0.54	0.20	0.50	0.12	0.46	0.09	0.42	0.07	0.00	0.00
Público	0.00	0.00	0.00	0.00	0.52	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tesoro Público	85.08	52.19	104.91	57.24	130.15	60.56	182.34	66.34	258.31	61.51	342.82	65.15	449.47	72.15	570.37	74.05
Inversiones	0.72	0.44	0.67	0.37	0.62	0.29	0.57	0.21	0.52	0.12	0.47	0.09	3.86	0.62	3.30	0.43
Otros	0.01	0.01	0.03	0.01	0.02	0.01	0.10	0.04	0.41	0.10	0.08	0.02	0.69	0.11	0.09	0.01
Total	163.00	100.00	183.29	100.00	214.91	100.00	274.85	100.00	419.97	100.00	526.20	100.00	622.98	100.00	770.25	100.00
Pasivo																
Capital y reservas	10.96	6.72	11.22	6.12	11.52	5.36	11.82	4.30	12.15	2.89	12.55	2.38	13.06	2.10	13.74	1.78
Obligaciones																
Emisión	107.71	66.08	131.89	71.96	142.74	66.42	208.51	75.86	283.05	67.40	343.02	65.19	416.60	66.87	502.19	65.20
Depósitos	40.34	24.75	35.48	19.36	46.67	21.72	45.94	16.72	115.31	27.46	156.42	29.73	177.40	28.48	233.26	30.28
Otros	0.40	0.24	0.76	0.42	1.13	0.53	1.25	0.46	0.36	0.09	3.38	0.64	3.28	0.53	3.10	0.40
Depósitos en moneda extra	2.54	1.56	1.85	1.01	10.17	4.73	4.62	1.68	5.65	1.34	8.00	1.52	7.28	1.17	10.44	1.36
Otros	1.06	0.65	2.08	1.14	2.67	1.24	2.70	0.98	2.56	0.61	2.83	0.54	5.35	0.86	7.52	0.98
Cuentas del haber	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.89	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total	163.00	100.00	183.29	100.00	214.91	100.00	274.85	100.00	419.97	100.00	526.20	100.00	622.98	100.00	770.25	100.00

Notas: El cuadro reporta las cuentas del balance general del BCRP en millones de soles. El cuadro también muestra las cuentas como porcentaje del activo total o del pasivo total. La información proviene de las Memorias Anuales del BCRP, 1938-1945.

Déficits fiscales y base monetaria

Una de las principales fuentes de creación de la base de dinero fue el financiamiento del déficit fiscal. El tesoro público fue uno de los principales beneficiarios de las operaciones de crédito del BCRP desde el inicio de sus operaciones. De acuerdo con la Ley Orgánica del Banco Central, el gobierno tenía limitaciones para acceder a crédito. Sin embargo, a través de diversas leyes, el financiamiento del gasto público fue en aumento.²¹

Analicemos las cuentas fiscales. Los ingresos fiscales disminuyeron de 223 millones de soles en 1938 a 211 millones en 1939 (Cuadro 4-4). Los ingresos fiscales

²¹ Una situación parecida ocurría en Estados Unidos e Inglaterra, donde los bancos centrales (la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, respectivamente) también financiaron al gobierno central. En Estados Unidos, recién en los cincuenta, la Fed adquirió una mayor autonomía.

crecieron luego a 242 millones de soles en 1940, 321 millones de soles en 1941, 382 millones en 1942, 387 millones en 1943, 449 millones en 1944 y 599 millones en 1945. Como porcentaje del PBI, los ingresos fiscales disminuyeron de 8,8% en 1938 a 8,4% en 1939. Luego, los ingresos fiscales aumentaron a 8,7% del PBI en 1940, 10,7% en 1941 y 11,5% en 1942. En los siguientes dos años, sin embargo, los ingresos fiscales cayeron a 10,6% del PBI en 1943 y 9,9% en 1944. En 1945, los ingresos fiscales aumentaron a 11,5% del PBI. Por su parte, los gastos fiscales cayeron de 10,5% del PBI en 1938 a 9,4% en 1939 y 7,6% en 1940, pero luego aumentaron a 10,9% del PBI en 1941 y 12,3% en 1942. En los siguientes tres años, los gastos fiscales se mantuvieron por encima del 10% del PBI.

En la década de los treinta, el Estado incurrió en continuos déficits fiscales. En términos netos, el déficit fiscal llegó a 43 millones de soles, o 1,7% del PBI, en 1938. En 1939-45, el gobierno incurrió en déficit en varios años, llevando al crecimiento de la deuda pública. En particular, hubo déficit fiscal en 1939, 1941, 1942, 1943 y 1944. En 1939, el gobierno incurrió en un déficit de 1% del PBI. En 1940, se llegó a un superávit de 1% del PBI debido a la fuerte caída de los gastos fiscales. En 1941, sin embargo, el gobierno nuevamente incurrió en déficit fiscal; en ese año, el déficit fue 0,2% del PBI. En los siguientes tres años, el déficit fue creciente. En particular, el déficit fiscal fue 0,8% del PBI en 1942, 1% en 1943 y 1,3% en 1944. En 1945, los ingresos crecieron a mayor tasa que los gastos, llevando a un superávit fiscal de 1,2% del PBI.

Como consecuencia de los déficits fiscales, la deuda pública aumentó. En 1938, la deuda pública llegó a 778 millones de soles, equivalentes a 30,8% del PBI. La deuda luego aumentó a 906 millones de soles en 1940, 1 232 millones en 1943 y 1 596 millones en 1945. Como porcentaje del PBI, la deuda pública estuvo por encima de 32% del PBI en 1939-44, llegando a casi 34% en 1943, pero luego bajó a 30,5% en 1945.

En 1938, la mayor parte de la deuda pública era de fuente externa. La deuda externa llegaba a 498 millones de soles, mientras que la deuda flotante y a corto plazo llegaba a 206 millones de soles. La deuda flotante y a corto plazo estaba compuesta en gran medida por colocaciones del BCRP. En los siguientes años, todos los componentes de deuda aumentaron. Sin embargo, la deuda flotante y a corto plazo aumentó mucho más rápidamente que la deuda externa. En términos nominales, la deuda externa aumentó en 30% entre 1938 y 1945, mientras que la deuda flotante y a corto plazo aumentó en 240%. Como porcentaje del PBI, la deuda externa se redujo de 19,7% en 1938 a 12,2% en 1945,

mientras que la deuda flotante y a corto plazo aumentó de 8,2% en 1938 a 13,6% en 1945. De haber representado alrededor del 41% de la deuda externa en 1938, la deuda flotante y a corto plazo superó a la deuda externa en 1945. El déficit fiscal fue pues financiado en gran medida por colocaciones del BCRP.

Cuadro 4-4

Cuentas fiscales (millones de soles)

	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945
<u>Ingresos fiscales</u>	<u>222.5</u>	<u>211.1</u>	<u>241.8</u>	<u>320.9</u>	<u>381.5</u>	<u>387.0</u>	<u>448.6</u>	<u>598.9</u>
Rentas del dominio del Estado	18.1	16.3	14.7	24.5	18.6	22.1	26.2	29.9
Rentas de servicios públicos	8.8	9.6	10.4	11.6	12.6	13.5	14.8	16.4
Impuestos	152.7	155.4	178.4	231.7	302.8	338.8	377.4	541.5
Rentas diversas	5.9	1.3	4.1	15.0	12.2	7.9	5.9	7.3
Ingresos extraordinarios	15.2	11.7	7.7	5.8	11.5	4.5	7.3	3.1
Operaciones de crédito	21.9	16.9	26.4	32.3	23.9	0.1	17.1	0.7
<u>Egresos fiscales</u>	<u>265.4</u>	<u>235.8</u>	<u>210.2</u>	<u>328.2</u>	<u>409.1</u>	<u>423.6</u>	<u>507.9</u>	<u>536.5</u>
Obligaciones del Estado	28.2	32.8	29.1	33.1	41.0	40.0	42.2	47.0
Administración del Estado	36.6	36.4	45.2	56.6	64.4	74.2	89.1	98.2
Servicio del Estado	118.7	115.8	120.2	140.8	169.9	231.3	276.9	323.1
Extraordinarios	62.7	49.2	15.7	97.8	116.2	54.6	84.1	68.0
Empréstitos y préstamos	19.2	1.6	0.0	0.0	17.6	23.6	15.7	0.0
<u>Resultado fiscal</u>	<u>-42.9</u>	<u>-24.7</u>	<u>31.6</u>	<u>-7.3</u>	<u>-27.6</u>	<u>-36.6</u>	<u>-59.3</u>	<u>62.5</u>
<u>Deuda pública</u>	<u>778.3</u>	<u>833.1</u>	<u>905.5</u>	<u>995.8</u>	<u>1,104.1</u>	<u>1,232.4</u>	<u>1,465.9</u>	<u>1,596.0</u>
Externa	498.0	506.1	536.6	558.5	578.2	597.9	617.6	637.3
Interna	74.0	85.3	116.3	144.0	169.4	198.0	252.1	249.0
Flotante y a corto plazo	206.3	241.7	252.6	293.3	356.5	436.5	596.2	709.6

Fuente: Ministerio de Hacienda y Comercio (1951)

Las colocaciones al tesoro tomaban la forma de préstamos directos o de descuento. A finales de 1938, las colocaciones al tesoro llegaron a 85 millones de soles. De estas, 44 millones de soles eran préstamos y 41 millones de soles eran descuentos.

De acuerdo con la Ley Orgánica, el Banco Central no estaba autorizado a otorgar préstamos directos al gobierno central. Sin embargo, la legislación experimentó varias modificaciones a lo largo del tiempo. En junio de 1933, la Ley 7760 autorizó al Poder Ejecutivo y al BCRP para contratar un préstamo de 30 millones de soles para la defensa nacional. En octubre del mismo año, la Ley 7817 amplió en cinco millones de soles el préstamo al gobierno. En 1935 y 1936, las Leyes 8040 y 8191 autorizaron al Banco Central a conceder un préstamo de 15 millones de soles al Poder Ejecutivo. En 1937, la Ley 8574 autorizó al Banco Central a otorgar un adelanto en cuenta corriente al Poder Ejecutivo para la construcción del Arsenal Naval y de un puerto en Matarani. En el mismo año, la Ley 8579 autorizó un préstamo al gobierno por 4 millones de soles para la defensa nacional. Tras la crisis económica provocada por la Segunda Guerra Mundial, el Congreso autorizó al Ejecutivo a dictar leyes “que juzgue necesarias” con el fin de facilitar la “colocación en el extranjero y la movilización de nuestros productos de

exportación y para celebrar y poner en vigencia toda clase de convenios, acuerdos y tratados de carácter comercial dirigidos a este fin”²² En julio de 1939, la Ley 8915 autorizó la ampliación en tres millones de soles el préstamo para la defensa nacional, autorizado por la Ley 8579 de 1937. En noviembre del mismo año, la Ley 9033 autorizó al Banco Central para ampliar el adelanto en cuenta corriente concedido al gobierno por Ley 8574. En febrero de 1941 y enero de 1943, las Leyes 9312 y 9713 autorizaron al Banco Central a conceder un préstamo al Ejecutivo de 300 millones de soles para la defensa nacional.

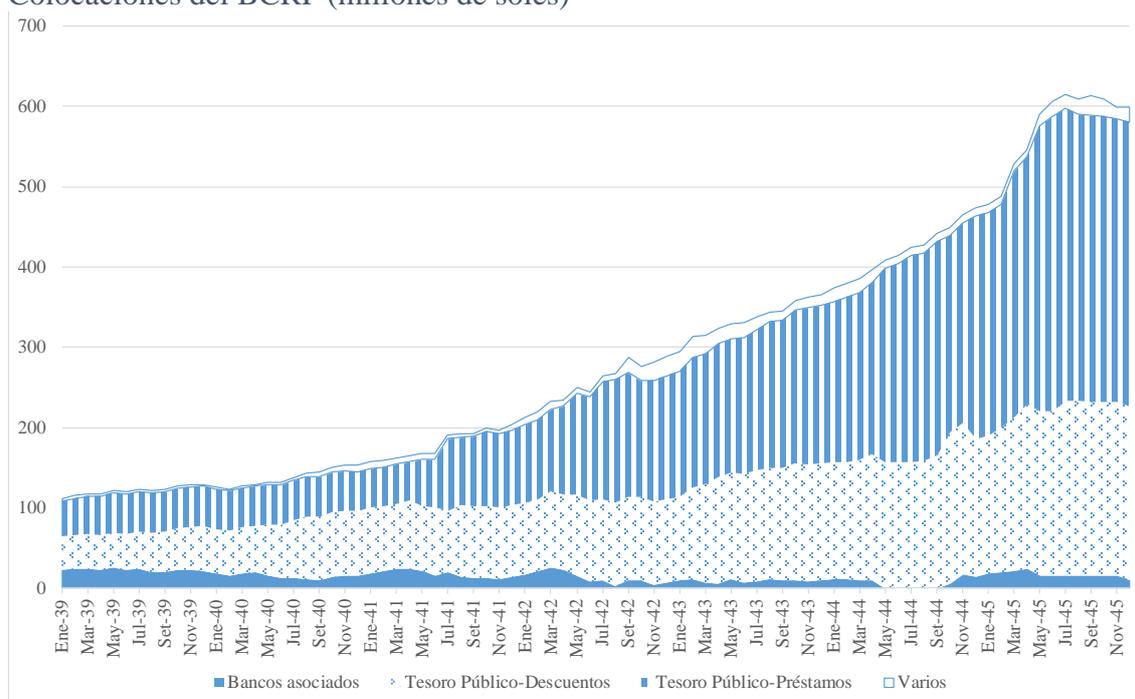
Por otro lado, el Banco Central realizaba operaciones de descuento con los bancos comerciales. Sin embargo, existía un límite para estas operaciones. En enero de 1938, la Ley 8612 facultó al Banco Central a descontar los giros emitidos por el tesoro público a cargo de la Caja de Depósitos y Consignaciones (autorizados por la Ley 7881) que sobrepasaran la suma que el artículo 1 de la Ley 8518 fijaba como límite de los que podían ser descontados por los bancos asociados y redescontados por el Banco Central. Debido a ello, mientras que en 1937 las colocaciones al tesoro no incluían descuentos, en 1938 los descuentos al tesoro llegaron a 41 millones de soles.

En parte, el tesoro público dependió del Banco Central para el financiamiento del déficit fiscal. La deuda del Ejecutivo con el ente emisor aumentó de 80 millones de soles en diciembre de 1938 a 105 millones de soles en diciembre de 1939, 258 millones en 1942 y 570 millones en 1945. En términos nominales, las colocaciones del BCRP en el tesoro público aumentaron en 31% promedio anual entre 1938 y 1945. Como porcentaje del PBI, la deuda del tesoro con el Banco Central aumentó de 3,4% en diciembre de 1938 a 10.9% en diciembre de 1945.

Las colocaciones en el tesoro público crecieron más rápidamente que las colocaciones en los bancos privados o los bancos de fomento (Gráfico 4-4). En diciembre de 1938, las colocaciones en el tesoro público representaron el 77% del total de colocaciones del Banco Central. El porcentaje subió a 89% en diciembre de 1941 y 97% en junio de 1944. En los siguientes meses, la participación del tesoro en el total de colocaciones del Banco Central disminuyó ligeramente. En todo el año 1945, las colocaciones en el tesoro como porcentaje de las colocaciones totales del BCRP se situaron alrededor de 94%.

²² Ley 9098.

Gráfico 4-4
Colocaciones del BCRP (millones de soles)

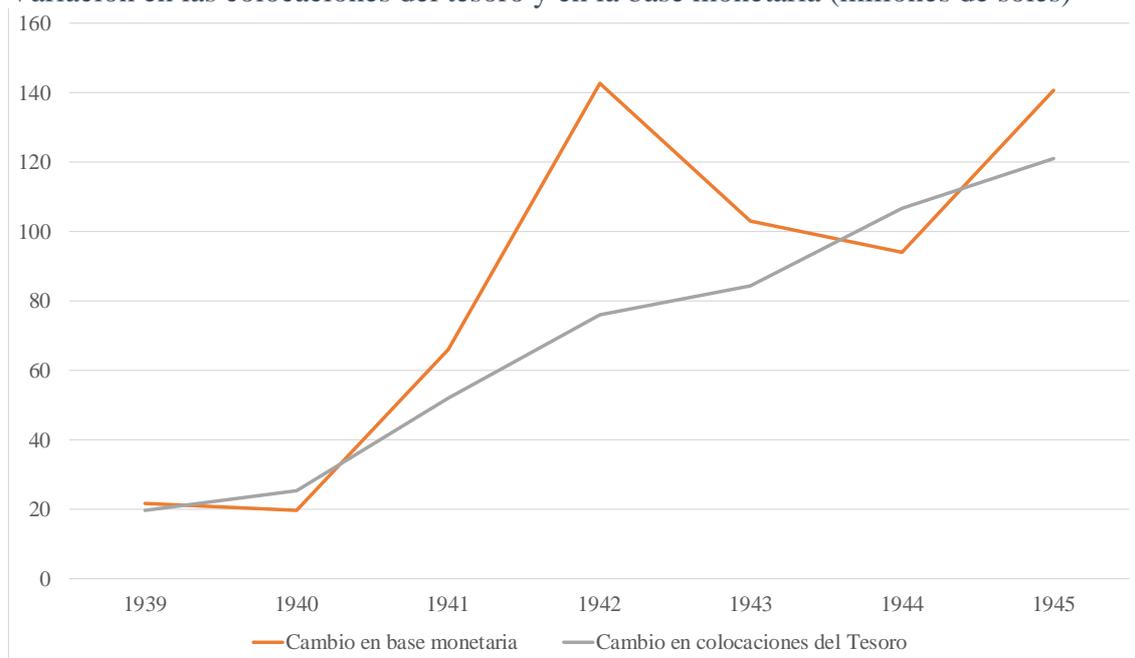


Fuente: BCRP. Ver apéndice para más información.

Las colocaciones en el tesoro público contribuyeron al crecimiento de la emisión primaria. La evolución de la base monetaria siguió de cerca a la evolución del crédito del BCRP al fisco (Gráfico 4-5). En particular, se observa que con excepción de 1942 las tasas de crecimiento de las colocaciones en el tesoro y la base monetaria aumentaron o disminuyeron de manera simultánea. En los años en los que hubo una mayor expansión del crédito al fisco, la base monetaria usualmente creció a mayores tasas. En los años en los que el crédito al tesoro creció más lentamente, la base monetaria también creció a menores tasas. En 1939, las colocaciones en el tesoro y la base monetaria crecieron en 25% y 16% en términos reales, respectivamente. En 1940, el crecimiento real fue menor para las colocaciones del tesoro y para la base monetaria. En 1941, aumentaron las tasas de crecimiento real de las colocaciones del tesoro y la base monetaria. En 1943 y 1944, las tasas de crecimiento real de las colocaciones del tesoro y la base monetaria se redujeron simultáneamente. En 1945, se aceleró el crecimiento real de tanto el crédito al fisco como de la base monetaria.

Gráfico 4-5

Variación en las colocaciones del tesoro y en la base monetaria (millones de soles)



Fuente: BCRP. Ver apéndice para más información.

Estas cifras muestran pues que el crédito del Banco Central al fisco contribuyó con gran parte del crecimiento de la base monetaria. Los continuos déficits fiscales llevaron al tesoro a la necesidad de endeudarse. El tesoro recurrió al Banco Central para financiar el gasto fiscal, lo cual contribuyó de manera significativa con el crecimiento de la base monetaria.

Colocaciones en la banca de fomento

Una de las funciones del BCRP consistía en realizar operaciones de descuento y redescuento con el sistema bancario. En 1939, existían dos bancos de fomento que podían participar de las operaciones de redescuento con el Banco Central. El Banco Agrícola y el Banco Industrial tenían como objetivo facilitar operaciones de crédito a los sectores agropecuario y manufacturero. Desde 1941, el Banco Minero (creado en 1940) también realizó operaciones de redescuento con el Banco Central, con el fin de fomentar las operaciones del sector minero.

Las tasas de descuento de letras para los bancos estatales se mantuvieron usualmente por debajo de 5%. Las tasas de descuento para los bancos estatales fueron menores a las cobradas a bancos privados. Con una tasa inflacionaria que usualmente

superaba el 5%, la tasa de descuento para los bancos estatales fue por lo general negativa en términos reales. En 1939, la tasa de descuento para el Banco Agrícola fue 4,5%. Esta tasa se mantuvo hasta abril de 1940. En mayo, la tasa bajó a 4%. Esta tasa rigió las operaciones de descuento del Banco Agrícola hasta inicios de 1943. En abril de 1943, la tasa de descuento disminuyó a 3%, manteniéndose en ese nivel por el resto del período. Por su parte, la tasa de descuento para el Banco Industrial se situó en 4% en 1939-43 y enero de 1944. En febrero de 1944, la tasa disminuyó a 3%, y se mantuvo en ese nivel por el resto del período. Mientras tanto, la tasa de descuento para el Banco Minero en 1941-45 se mantuvo en 3%. La inflación fue de dos dígitos en 1940 y 1941, por lo que las tasas de descuento fueron negativas en términos reales. Es más, con tasas de descuento que no aumentaban y una inflación creciente, las tasas reales fueron cada vez menores.

De acuerdo con la Ley Orgánica del BCRP, existían límites para el financiamiento de los bancos estatales. Sin embargo, a través de diversas leyes, el Ejecutivo aumentó los niveles de endeudamiento de los bancos de fomento con el Banco Central. En los 1930, se flexibilizaron las restricciones impuestas por la Ley Orgánica para el financiamiento de la banca estatal. Entre 1939 y 1945, la legislación continuó flexibilizando tales restricciones. En función de las atribuciones legislativas otorgadas por el Congreso por Ley 9098, el gobierno de Manuel Prado aprobó una ley que autorizaba al Banco Agrícola y al Banco Industrial a descontar pagarés garantizados con productos de exportación que podrían ser redescontados por el Banco Central. Los bancos comerciales podían también hacer préstamos al Banco Agrícola y el Banco Industrial, por el importe de los pagarés. La Ley 9154 también establecía que para estos préstamos y descuentos no regían los límites establecidos en las leyes especiales pertinentes.

Las colocaciones del BCRP en los bancos de fomento se duplicaron en 1938-45. En particular, las colocaciones aumentaron de 1,8 millones de soles en diciembre de 1938 a 3,5 millones de soles en diciembre de 1945. Las colocaciones en los bancos de fomento crecieron más rápidamente que las colocaciones en los bancos asociados. Como porcentaje del total de colocaciones al sistema bancario, las colocaciones en el Banco Agrícola y el Banco Industrial aumentaron de 8% en diciembre de 1938 a 12% en diciembre de 1945. Como porcentaje del total de colocaciones del Banco Central, las colocaciones en los bancos de fomento representaron un porcentaje muy bajo. En diciembre de 1938, por ejemplo, las colocaciones del BCRP en los bancos de fomento

representaron solamente 1,6% de las colocaciones totales del Banco Central. En diciembre de 1945, representaron solo el 0,5% de las colocaciones totales.

Colocaciones a los bancos privados

El Banco Central realizaba operaciones con los bancos privados. Entre esas operaciones, se encontraban el redescuento de documentos de “crédito líquidos y saneados”, la realización de “préstamos directos líquidos con garantía suficientemente garantizados por documentos de crédito elegible al redescuento”.

La tasa de descuento a los bancos asociados se mantuvo en 7% en 1939. Con una inflación creciente, la tasa de descuento real disminuyó a lo largo de este período. De hecho, llegó a ser negativa en varios meses. Hasta agosto de 1940, la tasa de descuento se mantuvo en 6%, para luego disminuir a 5% en septiembre. Con una tasa inflacionaria de dos dígitos, la tasa de descuento a los bancos asociados fue negativa en términos reales. En 1941-45, la tasa de descuento para los bancos privados se mantuvo en 5%, por debajo de la tasa anual de inflación.

Con tasas de descuento por debajo de la tasa inflacionaria, los bancos podrían haber tenido incentivo a demandar fondos de manera creciente. La legislación, sin embargo, limitaba el monto de colocaciones en los bancos privados.²³ Debido a ello, las colocaciones del BCRP en los bancos asociados no aumentaron en 1939-45. Mientras que las colocaciones en el tesoro mostraron una tendencia creciente en 1939-45, las colocaciones en los bancos asociados mantuvieron una tendencia errática. Entre enero y julio de 1939, las colocaciones en los bancos asociados estuvieron entre 20 y 30 millones de soles. En agosto, las colocaciones disminuyeron a 19,6 millones, pero entre septiembre y diciembre volvieron a estar entre 20 y 30 millones. Las colocaciones fueron menores

²³ De acuerdo con la Ley 7538 de 1932, el Banco Central podía redescantar a los bancos “giros a plazo no mayor de 90 días emitidos por el gobierno nacional a cargo de la Caja de Depósitos y Consignaciones y aceptados por ésta con cargo a las rentas nacionales por recaudar por esa entidad, a condición de que el monto total de dichos giros que el Banco tenga en su poder en cualquier momento no sobrepase la cantidad que representa la recaudación de un mes”. Este límite fue ampliado en los siguientes años. De acuerdo con la Ley 7881 de 1934, el redescuento de esos giros no podía sobrepasar un monto equivalente a 6 meses de recaudación. Además, la Ley 8518 de 1934 estableció que el límite de los redescuentos estaba dado por el valor de los giros del gobierno a cargo de la Caja de Depósitos en mayo de 1934. La Ley 8612 de 1938 sostenía que el exceso de los giros del gobierno por encima del límite establecido por la Ley 8518 podían ser descontados directamente por el Banco Central.

en 1940. Entre enero y agosto de este año, las colocaciones estuvieron entre 10 y 20 millones de soles; en septiembre bajaron a 9,3 millones; y entre octubre y diciembre se ubicaron nuevamente entre 10 y 20 millones de soles. En los cinco primeros meses de 1941, las colocaciones en los bancos asociados se ubicaron entre 19 y 25 millones de soles, bajando luego a un rango entre 11 y 20 millones entre junio de 1941 y enero de 1942. Entre febrero y abril de 1942, las colocaciones se encontraron entre 22 y 26 millones de soles. Las colocaciones volvieron a bajar desde mayo de 1942. Hasta octubre de 1944, las colocaciones se ubicaron por debajo de 12 millones de soles. En varios meses, las colocaciones estuvieron por debajo de 10 millones de soles. Es más, entre mayo y septiembre de 1944, no hubo colocaciones del BCRP en los bancos asociados. Las colocaciones aumentaron a 24 millones de soles en abril de 1945, pero disminuyeron luego a 16 millones en mayo y se mantuvieron en ese nivel hasta noviembre. En diciembre de 1945, las colocaciones en los bancos asociados fueron 10 millones de soles.

En diciembre de 1938, las colocaciones en los bancos asociados equivalían a 25% las colocaciones en el tesoro. Un año después, el porcentaje fue 21%. Con el fuerte crecimiento de las colocaciones al tesoro, las colocaciones en los bancos asociados disminuyeron en importancia relativa. En diciembre de 1940, las colocaciones a los bancos asociados eran equivalentes a 12% de las colocaciones al tesoro. Este porcentaje disminuyó luego a 8% en diciembre de 1941, 2,5% en diciembre de 1942, 2,7% en diciembre de 1943, 3,2% en diciembre de 1944 y 1,8% en diciembre de 1945.

Hemos mencionado que las colocaciones en el tesoro público contribuyeron al crecimiento de la base monetaria. El Banco Central pudo haber esterilizado la emisión primaria producto de los préstamos al tesoro con el aumento de la tasa de descuento o de la tasa de encaje. Si el Banco Central aumentaba la tasa de descuento, los bancos habrían reducido su demanda por fondos al BCRP, reduciendo la base monetaria y la liquidez en el sistema financiero. Las colocaciones del Banco Central en el sistema financiero siempre fueron mucho menores que las colocaciones al tesoro, por lo que el aumento de la tasa de descuento no habría esterilizado totalmente la creación de dinero producto de las colocaciones al tesoro. Sin embargo, el aumento de la tasa de descuento habría contrarrestado al menos en parte la inyección de soles en el sistema financiero, sobre todo en 1938-39.

Por otro lado, si se aumentaba los requerimientos de encaje de los bancos, los bancos comerciales habrían prestado una menor porción de los depósitos. El aumento de

la tasa mínima de encaje no habría afectado la base monetaria, pero habría reducido el multiplicador bancario y la liquidez en el sistema financiero. La tasa mínima de encaje, sin embargo, se mantuvo inamovible durante este período.

Flujos de divisas y creación de dinero

El sistema cambiario influye en la capacidad del Banco Central para influir en la oferta de dinero. En un sistema de tipo de cambio fijo, la oferta de dinero es endógena. Por el contrario, en un sistema de tipo de cambio flexible, la oferta de dinero es exógena.

De acuerdo con la normatividad, el BCRP debía mantener un monto mínimo de divisas. Por ley, el BCRP tenía que mantener un porcentaje de “encaje legal”, que consistía en un stock de oro como respaldo a las “obligaciones sujetas a reserva” (billetes emitidos, depósitos de los bancos en el Banco Central y otros depósitos en el Banco Central). En particular, el respaldo de oro debía ser por lo menos 50% de las obligaciones del BCRP sujetas a reserva.

En la práctica, sin embargo, el requerimiento legal de encaje del BCRP no se cumplió. Desde los treinta, las reservas de oro estuvieron por debajo del 40% de las obligaciones sujetas a reserva. A finales de 1938, el encaje fue 34% de las obligaciones sujetas a reserva. Con el transcurso de los años, la tasa de encaje del BCRP disminuyó. Debido al mayor crecimiento de la base monetaria que de las reservas del banco, la tasa de encaje del BCRP llegó a 21% en marzo de 1942. En los siguientes meses, el encaje se recuperó, llegando a 31% en diciembre de 1942. Entre enero de 1943 y julio de 1944, el encaje se mantuvo entre 27% y 32%. Desde agosto, sin embargo, el encaje cayó de manera sostenida, llegando a 17,4% en junio de 1945. En los siguientes seis meses, el encaje se recuperó parcialmente. En diciembre de 1945, sin embargo, la tasa de encaje (21%) fue 13 puntos porcentuales menor que la tasa de diciembre de 1938.

A pesar de los requerimientos de encaje del BCRP, la normatividad no aseguraba un tipo de cambio fijo. Los billetes emitidos por el BCRP no eran convertibles en oro. El Banco Central no se comprometía a mantener un tipo de cambio fijo entre el sol y el oro, o entre el sol y alguna otra divisa. El requerimiento de encaje del BCRP no implicaba que la oferta de dinero fuese endógena a los flujos de divisas. Dependiendo del manejo de la política monetaria, el Banco Central podía influir en la liquidez.

El Banco Central podía afectar la base monetaria a través de operaciones cambiarias, es decir a través de la compra y venta de oro y de moneda extranjera. Si el Banco Central compraba oro en grandes cantidades en el Perú, podía afectar la cotización de oro y al mismo tiempo inyectar soles en la economía. El Banco Central también podía comprar moneda extranjera en Lima para aumentar el tipo de cambio; al comprar moneda extranjera, además, aumentaba la base monetaria. Asimismo, el Banco Central podía reducir la base monetaria a través de la venta de oro o de moneda extranjera en el mercado peruano. La compra de oro se llegaba a cabo usualmente en Lima. Las ventas de oro se llevaban a cabo usualmente fuera de Perú. Las divisas obtenidas por las ventas de oro, sin embargo, podían luego ser vendidas en el mercado peruano por soles.

En 1939, el BCRP compró 3,228 toneladas de oro amonedado o en barras, pero vendió 3,231 toneladas. En términos netos, las reservas de oro amonedado o en barras del Banco Central prácticamente no cambiaron. Las ventas de oro se llevaron a cabo sobre todo fuera del país, en particular en Londres y Nueva York: en Lima, el BCRP solo vendió 1,4 kilogramos de oro. En total, el valor nominal en soles del stock de oro amonedado o en barras (influenciado por los cambios en el stock físico de oro y por los cambios en la cotización del oro) aumentó de 46 millones de soles en 1938 a 47 millones en 1939.²⁴ El valor nominal de las tenencias en oro (incluyendo no solo oro amonedado y en barras, sino además disponibilidades en el extranjero pagaderas en oro) aumentó de 48,8 millones de soles en diciembre de 1938 a 49,9 millones en diciembre de 1939; y el encaje del Banco Central (incluyendo oro, plata, moneda extranjera y otros metales) aumentó de 52,8 millones en diciembre de 1938 a 53,2 millones en diciembre de 1939.

En 1940, el Banco Central compró 3,3 toneladas de oro amonedado o en barras, y vendió 2,8 toneladas, con lo que en términos netos las reservas de oro amonedado o en barras aumentaron en media tonelada. Tomando en cuenta el oro amonedado y en barras y las disponibilidades en el extranjero, el valor de las tenencias en oro del Banco Central cayó de 49,9 millones de soles en diciembre de 1939 a 49,8 millones de soles; mientras que el encaje del Banco Central aumentó de 53 millones de soles en diciembre de 1939 a 61 millones de soles. El aumento en el encaje del Banco Central se debió en gran medida al stock de moneda extranjera, el cual aumentó de 1,8 millones de soles a finales de 1938 a 10 millones a finales de 1939. Las ventas de oro en mercados internacionales llevaron

²⁴ El oro aumentó de valor en este período, por lo que es posible que el valor nominal del stock de oro aumente a pesar de la disminución del volumen del stock de oro.

a un mayor stock de moneda extranjera. El Banco Central optó por vender solo una parte de las compradas en el mercado de Lima y de aquellas obtenidas por la venta de oro.

En 1941, el Banco Central compró casi 4 toneladas de oro amonedado o en barras en Lima, y vendió 3,1 toneladas en Nueva York. En términos netos, el stock de oro amonedado o en barras del Banco Central aumentó en casi una tonelada de oro. En términos nominales, el stock de oro amonedado o en barras aumentó en 14 millones de soles. Tomando en cuenta además las disponibilidades en el extranjero pagaderas en oro, las tenencias en oro del BCRP aumentaron en valor nominal de 50 millones de soles en diciembre de 1940 a 62 millones de soles. El encaje del Banco Central también aumentó, pero a un menor ritmo. En total, el encaje del BCRP aumentó de 61 millones de soles a finales de 1940 a casi 70 millones de soles. El stock de moneda extranjera cayó en 5,5 millones de soles a lo largo de 1941, contrarrestando parcialmente el aumento del stock de oro.

En 1942, el BCRP compró 2,2 toneladas de oro amonedado o en barras en Nueva York y 2,4 toneladas en Lima. En ese mismo año, el Banco Central vendió 1,5 toneladas de oro en Nueva York. En términos netos, las existencias de oro amonedado o en barras del Banco Central aumentaron en 3,1 toneladas. En total, el valor nominal del stock de oro amonedado o en barras aumentó en 22 millones de soles en 1942. Las tenencias en oro (incluyendo además las disponibilidades en el extranjero) aumentaron en más de 60 millones de soles. Por su parte, el encaje total del Banco Central aumentó de 70 millones de soles a finales de 1941 a 130 millones de soles. Esta expansión en el encaje del Banco Central se dio principalmente por el crecimiento de las tenencias en oro; el stock de moneda extranjera apenas creció en un millón de soles.

En 1943, el Banco Central compró 4,4 toneladas de oro amonedado o en barras en Nueva York y 1,3 toneladas en Lima. Además, vendió 137 kilogramos de oro, sobre todo en Nueva York. En términos netos, las existencias de oro amonedado o en barras del ente emisor aumentaron en 5,6 toneladas, valorizadas en alrededor de 41 millones de soles. Las tenencias en oro (incluyendo las disponibilidades en el extranjero pagaderas en oro) aumentaron en 26 millones de soles. Por su parte, el encaje total aumentó de 130 millones de soles en diciembre de 1942 a 159 millones en diciembre de 1943.

En 1944, el Banco Central compró 3,5 toneladas de oro amonedado o en barras en Nueva York y media tonelada en Lima. Además, vendió 3,6 toneladas en Nueva York. En términos netos, las existencias de oro amonedado o en barras aumentaron en alrededor

de media tonelada, valorizada en 3,9 millones de soles. Las tenencias de oro del BCRP cayeron en 14 millones de soles debido a la caída en las disponibilidades en el extranjero. Estas cayeron de 30 millones en diciembre de 1943 a 12 millones en diciembre de 1944. Por su parte, el encaje total disminuyó de 159 millones de soles en diciembre de 1943 a 145 millones en diciembre de 1944.

En 1945, el BCRP compró solo 286 kilogramos de oro amonedado o en barras y vendió 3,6 toneladas en Nueva York. En total, se produjo una caída en las existencias de oro amonedado o en barras por un valor de 24 millones de soles. Las tenencias en oro (incluyendo disponibilidades en el extranjero) aumentaron de 136 millones de soles en diciembre de 1944 a 156 millones en diciembre de 1945; mientras que el encaje total del BCRP aumentó de 144 millones de soles en diciembre de 1944 a 168 millones en diciembre de 1945.

Las operaciones de compra/venta de oro y moneda extranjera influenciaron en la creación de dinero. Las mayores compras netas de oro y moneda extranjera se dieron en 1942 y 1943, años en los que la base monetaria se expandió a mayor ritmo. Sin embargo, tales operaciones no fueron la principal razón detrás de la fuerte expansión de la base monetaria en este período. En total, el encaje del BCRP (compuesto en gran medida de oro, plata y moneda extranjera) aumentó de 53 millones de soles en diciembre de 1938 a 168 millones de soles en diciembre de 1945. El encaje aumentó en 115 millones de soles. Por su parte, los activos del Banco Central aumentaron de 163 millones de soles en diciembre de 1938 a 770 millones de soles. Los activos del BCRP aumentaron en 607 millones de soles. Es decir, el aumento del encaje del Banco Central representó solamente una sexta parte del aumento de los activos del ente emisor. Las compras netas de oro y moneda extranjera contribuyeron con la expansión de la base monetaria, pero otros factores tuvieron un impacto mucho más importante en la creación de dinero de alto poder.

5. Conclusiones

Entre 1939 y 1945, el stock de dinero aumentó a altas tasas, llevando al incremento de precios. La oferta de dinero creció a altas tasas debido al crecimiento de la base monetaria. La base monetaria, a su vez, se expandió en gran medida para financiar los déficits fiscales.

La liquidez se expandió de manera significativa entre 1938 y 1945. El circulante creció en 23% promedio anual. Asimismo, los depósitos del público en el sistema financiero crecieron en 21% promedio anual. La liquidez total del sistema financiero creció entonces en casi 22% promedio anual. La liquidez creció sobre todo en 1942 y 1943. En 1944-45, la liquidez siguió expandiéndose, aunque a menores tasas. La velocidad de circulación del dinero cayó de manera consecutiva entre 1939 y 1945, contrarrestando parcialmente los efectos de la mayor liquidez en el ingreso nominal. Sin embargo, dado que el producto real creció a tasas bajas, la expansión de la liquidez estuvo asociada con el crecimiento continuo de precios. En promedio, el deflactor del PBI creció en más de 10% entre 1938 y 1945, por encima de lo observado en los 1920 y 1930.

La expansión de la liquidez se debió en gran medida a la expansión de la base monetaria. En este período, la tasa de crecimiento de la liquidez y de la base monetaria fue positiva. Es más, en ambos casos, la tasa anual de crecimiento siempre estuvo por encima de 10%, alcanzando un pico en 1942. La preferencia por circulante y la tasa de encaje no mantuvieron la misma tendencia a lo largo de este período, aunque en algunos meses la evolución de la preferencia por circulante y/o de la tasa encaje contrarrestó parcialmente el impacto de la base monetaria en la liquidez, especialmente en 1941 y 1942.

Una de las principales fuentes de creación de la base monetaria fue el financiamiento del déficit fiscal. El tesoro público fue uno de los principales beneficiarios de las operaciones de crédito del BCRP desde el inicio de sus operaciones. Hasta finales de los treinta, el tesoro había financiado su déficit con deuda externa. En los cuarenta, sin embargo, el endeudamiento interno reemplazó paulatinamente al endeudamiento externo. De acuerdo con la Ley Orgánica del Banco Central, el gobierno tenía limitaciones para acceder a crédito. Sin embargo, a través de diversas leyes, el financiamiento del gasto público fue en aumento. En diciembre de 1945, las colocaciones al tesoro llegaron a 570 millones de soles, casi siete veces el nivel alcanzado a finales de 1938.

Las operaciones de redescuento con los bancos privados, el financiamiento de las operaciones de los bancos de fomento y las operaciones de compra y venta de oro y moneda extranjera tuvieron un efecto relativamente bajo en la base monetaria, en comparación con el financiamiento del tesoro público.

Apéndice: Definiciones y fuentes de información

En este capítulo, usamos las siguientes definiciones de los agregados monetarios. Circulante = Billetes y monedas de plata y níquel en manos del público. Reservas de los bancos = Billetes, oro y monedas de plata y níquel en las cajas de los bancos + depósitos de los bancos en el BCRP. Base monetaria = Circulante + reservas de los bancos. Oferta de dinero = M1 = Circulante + depósitos a la vista en moneda nacional. Liquidez en moneda nacional = Circulante + total de depósitos en moneda nacional = M1 + depósitos a plazo. Liquidez total = Circulante + depósitos en moneda nacional y moneda extranjera = Liquidez en moneda nacional + depósitos bancarios en moneda extranjera. Durante este período, asumimos que no había oro en manos del público y que el oro se encontraba solo en las cajas de los bancos y el BCRP.

La preferencia por circulante fue calculada como el ratio entre el circulante en manos del público y los depósitos totales del sistema bancario. La tasa de encaje fue calculada como el ratio entre las reservas totales de los bancos y los depósitos totales del sistema bancario. El multiplicador bancario fue calculado como el ratio entre la liquidez total del sistema bancario y la base monetaria.

La contribución de la base monetaria, la preferencia por circulante y la tasa de encaje al crecimiento de la liquidez fue calculada usando un método similar al de Friedman y Schwartz (1963). Para calcular la contribución al crecimiento de la liquidez, tomamos en cuenta que $M = aH$, donde M es la liquidez, a es el multiplicador bancario y H es la base monetaria. Aplicando logaritmos, $\ln M = \ln a + \ln H$. Denotando ΔX como el cambio de la variable X , $\Delta \ln M = \Delta \ln a + \Delta \ln H$. Dado que $a = \frac{c+1}{c+r}$, donde c es el ratio circulante/depósitos y r es el ratio reservas/depósitos, $\ln a = \ln(c+1) - \ln(c+r)$. Por lo tanto, $\ln M = \ln(c+1) - \ln(c+r) + \ln H$. A partir de esta ecuación, uno puede obtener expresiones para la contribución de la base monetaria, la preferencia por circulante y la tasa de encaje en el crecimiento de la oferta de dinero. El cambio en $\ln M$ es $\Delta \ln M = \ln M_1 - \ln M_0 = \ln H_1 - \ln H_0 + \ln(c_1+1) - \ln(c_1+r_1) - \ln(c_0+1) + \ln(c_0+r_0)$. El efecto del cambio de H en M (dado $c = c_0, r = r_0$) es igual a $\ln H_1 - \ln H_0$. El efecto del cambio de c en M (dado $H = H_0, r = r_0$) es igual a $\ln(c_1+1) - \ln(c_1+r_0) - \ln(c_0+1) + \ln(c_0+r_0)$. El efecto del cambio de r en M (dado $H = H_0, c = c_0$) es igual a $-\ln(c_0+r_1) + \ln(c_0+r_0)$. Por último, la interacción de los efectos de c y r es igual a $\ln(c_1+r_0) + \ln(c_0+r_1) - \ln(c_1+r_1) - \ln(c_0+r_0)$.

La velocidad de circulación del dinero fue calculada como el ratio entre el PBI nominal y la oferta de dinero. La velocidad de circulación de la liquidez fue calculada como el ratio entre el PBI nominal y la liquidez. El PBI nominal en dólares proviene de Seminario (2015). Para obtener el PBI nominal en soles, multiplicamos el PBI en dólares por el tipo de cambio. Obtuvimos el PBI real de la misma fuente (Seminario, 2015). Usando el PBI nominal y el PBI real, calculamos el deflactor del PBI para cada año.

La información monetaria proviene en su mayor parte de las memorias del Banco Central de Reserva y de los boletines mensuales. Usando estas fuentes, calculamos cifras mensuales de los agregados monetarios. Estas fuentes también brindan información mensual del índice de precios al por mayor. Asimismo, estas fuentes brindan información mensual de las colocaciones del BCRP en el tesoro público, en los bancos asociados y en los bancos de fomento. Las memorias del BCRP indican además las operaciones de compra y venta de oro y moneda extranjera. Las memorias del SBS también brindan información de las cuentas bancarias.

La información fiscal proviene del Ministerio de Hacienda y Comercio (1951). Usando esta fuente, obtuvimos información anual de los ingresos y gastos fiscales y la deuda pública.

La información legislativa proviene de las memorias del BCRP y del portal del Congreso de la República www.congreso.gob.pe.

REFERENCIAS

- Banco Central de Reserva del Perú (1939), *Boletín Mensual*, varios meses de 1939, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1940), *Boletín Mensual*, varios meses de 1940, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1941), *Boletín Mensual*, varios meses de 1941, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1942), *Boletín Mensual*, varios meses de 1942, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1943), *Boletín Mensual*, varios meses de 1943, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1944), *Boletín Mensual*, varios meses de 1944, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1945), *Boletín Mensual*, varios meses de 1945, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1940), *Memoria 1939*, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1941), *Memoria 1940*, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1942), *Memoria 1941*, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1943), *Memoria 1942*, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1944), *Memoria 1943*, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1945), *Memoria 1944*, Lima: BCRP.
- Banco Central de Reserva del Perú (1946), *Memoria 1945*, Lima: BCRP.
- Friedman, Milton y Schwartz, Anna (1963), *A Monetary History of the United States, 1897-1958*, Princeton: Princeton University Press.

Ministerio de Hacienda y Comercio (1951), *Anuario Estadístico del Perú 1948-49*, Lima: Ministerio de Hacienda y Comercio.

Seminario, Bruno (2015), *El desarrollo de la economía peruana en la era moderna. Precios, población, demanda y producción desde 1700*, Lima: Universidad del Pacífico.

Superintendencia de Bancos (1940), *Memoria de la Superintendencia de Bancos y Estadística Bancaria, de Seguros y Capitalización correspondientes al año 1939*, Lima: Librería e Imprenta Gil, S.A.

Superintendencia de Bancos (1941), *Memoria de la Superintendencia de Bancos y Estadística Bancaria, de Seguros y Capitalización correspondientes al año 1940*, Lima: Librería e Imprenta Gil, S.A.

Superintendencia de Bancos (1942), *Memoria de la Superintendencia de Bancos y Estadística Bancaria, de Seguros y Capitalización correspondientes al año 1941*, Lima: Librería e Imprenta Gil, S.A.

Superintendencia de Bancos (1943), *Memoria de la Superintendencia de Bancos y Estadística Bancaria, de Seguros y Capitalización correspondientes al año 1942*, Lima: Librería e Imprenta Gil, S.A.

Superintendencia de Bancos (1944), *Memoria de la Superintendencia de Bancos y Estadística Bancaria, de Seguros y Capitalización correspondientes al año 1943*, Lima: Librería e Imprenta Gil, S.A.

Superintendencia de Bancos (1945), *Memoria de la Superintendencia de Bancos y Estadística Bancaria, de Seguros y Capitalización correspondientes al año 1944*, Lima: Librería e Imprenta Gil, S.A.

Superintendencia de Bancos (1946), *Memoria de la Superintendencia de Bancos y Estadística Bancaria, de Seguros y Capitalización correspondientes al año 1945*, Lima: Librería e Imprenta Gil, S.A.

Página en blanco

CAPÍTULO 5

PERÚ: POLÍTICAS MONETARIAS Y CAMBIARIAS DURANTE 1945-1963¹

Gonzalo Pastor

1. Introducción y visión panorámica

Este capítulo narra brevemente la evolución de la política monetaria y cambiaria durante el periodo 1945-1963. Dicho periodo fue testimonio de un traspaso de un sistema cambiario de tipo de cambio fijo heredado del tiempo de la guerra mundial, a un sistema cambiario de tipo de cambio dual flotante, que eventualmente fue solo *de jure*, mas no *de facto* debido a una fuerte intervención cambiaria del Banco Central, para finalmente transitar a una unificación cambiaria, la cual fue precedida por una abrupta devaluación de la moneda nacional a finales de 1959.

Las secciones del documento siguen la línea del tiempo cubriendo los periodos presidenciales de Bustamante Rivero (1945-1948), Odría (1948-1956) y el segundo gobierno de Prado (1956-1963)². El capítulo termina con un grupo de reflexiones acerca de los retos y logros de política macroeconómica observados por el autor.

El periodo analizado es vasto en términos de un versátil ambiente internacional enfrentado por las autoridades peruanas. Al término de la Segunda Guerra Mundial,

¹ El autor agradece la fina atención del personal de la biblioteca del BCRP por su apoyo bibliográfico y logístico en la preparación de esta nota. Agradece también los comentarios recibidos de un referí anónimo que ayudaron a mejorar el contenido del capítulo.

² El primer mandato presidencial de Manuel Prado Ugarteche fue de 1939 a 1945.

muchos países europeos estaban prácticamente en ruinas. Sin embargo, los años subsiguientes al conflicto bélico fueron un “periodo de oro capitalista” —ver Marglin y Schor (1992), por ejemplo— marcado por un crecimiento mundial sostenido apoyado por la reconstrucción de Europa y el establecimiento de un nuevo sistema monetario internacional, impulsado con la creación del FMI y del Banco de Reconstrucción y Fomento (Banco Mundial). Países periféricos al conflicto bélico, como el caso peruano, enfrentaron términos de intercambio un tanto variables, pues si bien hubo mejoras en los precios de exportación de materias primas (algodón y azúcar), hubo también alzas importantes en los precios de importación de alimentos e insumos a la producción, restaurado el comercio internacional multilateral, luego de terminada la guerra mundial. Años después, el estallido de la guerra con Corea (junio 1950-julio 1953) habría de generar nuevas fluctuaciones en los términos de intercambio que afectaron la política económica alrededor del mundo.

En aquellos tiempos, el Perú además enfrentaba una tasa de inflación con tendencia al alza y una presión sobre la posición externa del Banco Central reflejo del financiamiento monetario del déficit fiscal, además de un rápido crecimiento del crédito bancario al sector privado que solo fue interrumpido temporalmente a finales de 1949. La aceleración de la inflación, que llegó a un pico de 30% en 1947-48, resultó en una apreciación del tipo de cambio real (léase, tipo de cambio nominal ajustado por la diferencia de precios con los Estados Unidos) y un fuerte aumento de las importaciones. Aumento en importaciones que las autoridades nacionales trataron de contener inicialmente con la introducción de controles de cambio y de importación, pero sin un esfuerzo simultáneo por corregir el problema fiscal subyacente y contener el rápido crecimiento de los agregados monetarios.

Al fin de cuentas, la batalla contra la inflación y una mejora en la posición de reservas internacionales del Banco Central solo se logró con persistentes políticas fiscales y monetarias deflacionarias y un tipo de cambio flotante, instaurado en noviembre de 1949. Así, el sistema cambiario cambió de: (i) un tipo de cambio fijo —en pie desde comienzos de la Segunda Guerra Mundial— con una tasa de cambio oficial de 6,5 soles por dólar americano aplicable a un alto porcentaje de ingresos de exportación y a las importaciones consideradas esenciales, mientras que el resto de actividades comerciales externas se tranzaban al tipo de cambio de mercado libre de certificados de exportación,

a (ii) un tipo de cambio flotante dual en noviembre 1949 (con tasas de cambio de giro y certificados de exportación, generalmente muy afines en nivel, donde todas las transacciones externas, sin distinción, se tranzaban al tipo de cambio del mercado libre de certificados de exportación). La adopción de un tipo de cambio flotante en el Perú ocurrió cuando la mayoría de los países alrededor del mundo operaban bajo el sistema de Bretton Woods de paridades fijas contra el dólar americano. En ese entonces, solamente Canadá y el Perú aplicaron un sistema de tipo de cambio flotante³.

Sin embargo, la flotación cambiaria establecida en 1949 terminó *de facto* a inicios del Gobierno del presidente Prado (1956-1963), cuando intervenciones cambiarias del Banco Central, financiadas por la entrega obligatoria de ingresos de exportación mantuvieron la tasa de cambio a un nivel artificial de 19 soles por dólar que generó una apreciación de la moneda y una resultante mengua de la posición externa de la autoridad monetaria⁴. Fue solo a finales de 1959, con el programa económico del ministro Pedro Beltrán, que la libre flotación cambiaria fue reestablecida con el tipo de cambio alcanzando un máximo nivel histórico de 28 soles por dólar. La flotación cambiaria fue complementada con la unificación del sistema cambiario en mayo de 1960 que eliminó el mercado cambiario de giros establecido durante la reforma de noviembre de 1949.

Durante los primeros años de la década de 1960, el sol se volvió a apreciar y la posición externa del Banco Central se deterioró como resultado del éxito mismo del programa económico de Beltrán que desencadenó un fuerte crecimiento del crédito bancario al sector privado y una re-aceleración de la inflación. La llegada de Fernando Belaúnde Terry a la presidencia de la República, en julio de 1963, habría, a su vez, de crear nuevos retos de política económica, en un entorno de aumentos en inversión pública financiada con deuda externa, migraciones campo-ciudad, e industrialización local bajo el paradigma de sustitución de importaciones.

³ Ver, por ejemplo, referencias en Krugman (1999), Seminario (2006) y Pastor (2014).

⁴ El deterioro de los términos de intercambio al final de la guerra con Corea habría también de pesar sobre la posición de reservas internacionales del Banco Central.

2. Presidencia de José Bustamante y Rivero (1945-1948)

Don José Luis Bustamante y Rivero tomó las riendas de la nación en julio de 1945, en un ambiente de creciente inflación y tensiones emergentes en el mercado de divisas (Cuadro 5-1). La inflación, que había estado en cifras bajas de dos dígitos hasta el final de la Segunda Guerra Mundial, aumentó rápidamente a alrededor del 30% en 1947-48. Los constantes aumentos de precios reflejaron el impacto del financiamiento monetario del déficit fiscal, encarecimiento en los precios de importación de materias primas y alimentos, y un rápido crecimiento del crédito bancario al sector privado. Si bien no existen índices confiables de la evolución salarial, la información disponible sugiere que los salarios nominales se elevaron sustancialmente en 1945-1949, pero se retrasaron con respecto al aumento de la inflación (Pastor, 2014). Las ganancias en términos de mayores sueldos y salarios reflejaron, en parte, derechos laborales reconocidos y otorgados por la administración de Bustamante y Rivero a la ciudadanía, incluyendo legislación sobre salario dominical, la creación de sindicatos de trabajadores en la agricultura, la minería y la industria, y mejoras en la provisión de servicios públicos básicos, a fin de aumentar la productividad laboral.

La aceleración de la inflación condujo a una apreciación del tipo de cambio real y a un fuerte aumento de las importaciones, que las autoridades intentaron reprimir usando controles de cambio e importación, mientras mantenían el tipo de cambio fijo de 6,5 soles por dólar, establecido durante la Segunda Guerra Mundial. Los controles cambiarios y de importación se introdujeron en enero de 1945, como medidas temporales, pero se hicieron más estrictos y permanentes a medida que persistía el exceso de demanda de divisas. Para noviembre de 1945, se había desarrollado un complejo sistema de permisos y controles de importación administrados por la *Comisión de Regulación del Comercio Exterior*. Al mismo tiempo, se estableció un mercado de tipo de cambio dual, con un tipo de cambio fijo de 6,5 soles por dólar, y un tipo de cambio de mercado libre cubriendo un número limitado de transacciones⁵. A mediados de 1947, en un nuevo

⁵ La oferta de divisas en el mercado oficial de tipo de cambio fijo consistió en todos los ingresos de exportación entregados al Banco Central o los bancos comerciales (*export surrender requirements*). Ingresos de divisas en el mercado libre incluían, principalmente, todos los “invisibles” (por ejemplo, ingresos en dólares por el turismo, los gastos diplomáticos, seguro de transporte, comisiones y servicios diversos).

intento de limitar las importaciones (que casi se habían duplicado, en dólares, entre 1944 y 1946), las autoridades revisaron la lista de importaciones esenciales abastecidas por divisas aun con el tipo de cambio de 6,5 soles por dólar y aquellas pagadas usando dólares adquiridos en el mercado libre de divisas. Desafortunadamente, la reforma provocó un aumento abrupto de la tasa del dólar en el mercado libre, registrando un pico de casi 17 soles por dólar, luego de fluctuar erráticamente entre 7,12 soles por dólar en diciembre de 1945 a 7,3 soles por dólar en diciembre de 1946 (Pastor, 2014); ello aumentó de precio todo tipo de bienes importados y la tasa de inflación, la cual llegó bordear cerca de 40% en diciembre 1947.

Cuadro 5-1
Indicadores económicos selectos, 1940-1962

	1940-45	1945-49	1950-55	1956-59	1960-62
Crecimiento PBI real	2,3	4,2	6,5	3,0	8,9
mediana de crecimiento	1,8	3,7	6,0	2,9	8,9
Crecimiento de población	1,7	1,8	2,3	2,7	2,9
Crecimiento del PBI per-cápita	0,6	2,4	4,1	0,2	5,8
mediana de crecimiento	0,1	1,8	3,5	0,2	5,9
Tasa de inflación promedio	10,4	19,2	8,0	8,4	6,6
Términos de intercambio (promedio)	3,6	1,3	1,1	-5,0	1,1
mediana de crecimiento	-0,8	-1,5	3,4	-2,2	0,0
Crecimiento exportaciones bienes y servicios	9,6	14,4	10,7	15,0	22,1
Crecimiento importaciones bienes y servicios	11,2	18,2	11,6	14,9	25,7
Tipo de cambio nominal (promedio, soles por US\$)	6,4	8,3	17,0	22,3	26,6
Índice de tipo de cambio real (fin de periodo; cambio %; apreciación -) ^{a/ b/}	-19,6	1,6	5,3	4,9	-6,6
Cobertura de reservas internacionales (reservas brutas; en meses de importaciones de BB y SS)	3,8	2,2	1,8	1,1	2,1
Crédito bancario al sector privado	...	9,3	16,3	7,7	13,8
Base monetaria	31,8	14,0	15,1	18,9	16,1
M2 (moneda nacional; % PBI)	...	28,7	19,7	20,9	19,2
Velocidad de circulación del dinero (moneda nacional)	...	3,6	5,0	4,8	5,4
Balance Ahorro-Inversión (% de PBI) ^{c/}					
Inversión	10,3	18,5	25,6	24,7	22,2
Inversión Pública	3,0	2,8	3,5
Inversión Privada	22,6	21,9	18,7
Ahorro externo = Balance de cuenta corriente externa (superávit, -)	-0,2	1,0	2,5	4,1	-0,3
Ahorro doméstico	10,5	17,5	23,0	20,6	22,5
Ahorro público (gobierno) ^{d/}	-3,1	-1,4	2,7	1,7	3,3
Ahorro privado	13,6	18,9	20,3	18,9	19,2

Notas: Tasas de crecimiento promedio durante el periodo; a menos que se indique lo contrario.

^{a/} Para el periodo 1945-1949, datos se refieren a 1945-1948, a fin de eliminar el efecto de depreciación de noviembre 1949, cuando se adoptó la flotación cambiaria.

^{b/} Para el periodo 1950-1955, los datos se refieren a 1949-1955.

^{c/} Identidad ahorro-inversión. Ahorro externo es la cuenta corriente de la balanza de pagos con signo opuesto.

^{d/} Datos se refieren al déficit del gobierno central.

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

Durante el Gobierno de Bustamante y Rivero, los controles cambiarios orientados a moderar la demanda de divisas no estuvieron acompañados de esfuerzos contundentes por corregir el problema fiscal subyacente ni atajar la rápida expansión de crédito bancario al sector privado. El crédito neto del Banco Central al Gobierno aumentó a tasas relativamente altas, aunque volátiles (Gráfico 5-1), mientras que el crecimiento del crédito bancario al sector privado fue igualmente substancial (Gráfico 5-2). Presiones de gasto corriente en subsidios al consumo y la producción, y crecientes gastos en inversión pública, sin aumentos suficientes de impuestos, fundaron el recurso creciente de la emisión inorgánica del Banco Central (Bardella, 1989, capítulos XVI y XVII). Por su lado, la expansión de crédito bancario al sector privado financió importaciones de bienes y servicios, usando el exceso de reservas de encaje y fondos, obtenidos vía el redescuento con el Banco Central de tenencias de bonos del Gobierno en poder de los bancos⁶. Hubo también fuga de capitales que aumentó la velocidad de circulación del dinero (es decir, se redujo la demanda de soles), presionó sobre la oferta de divisas en el mercado libre, y resultó en tipos de cambio más altos que la tasa oficial de 6,5 soles por dólar.

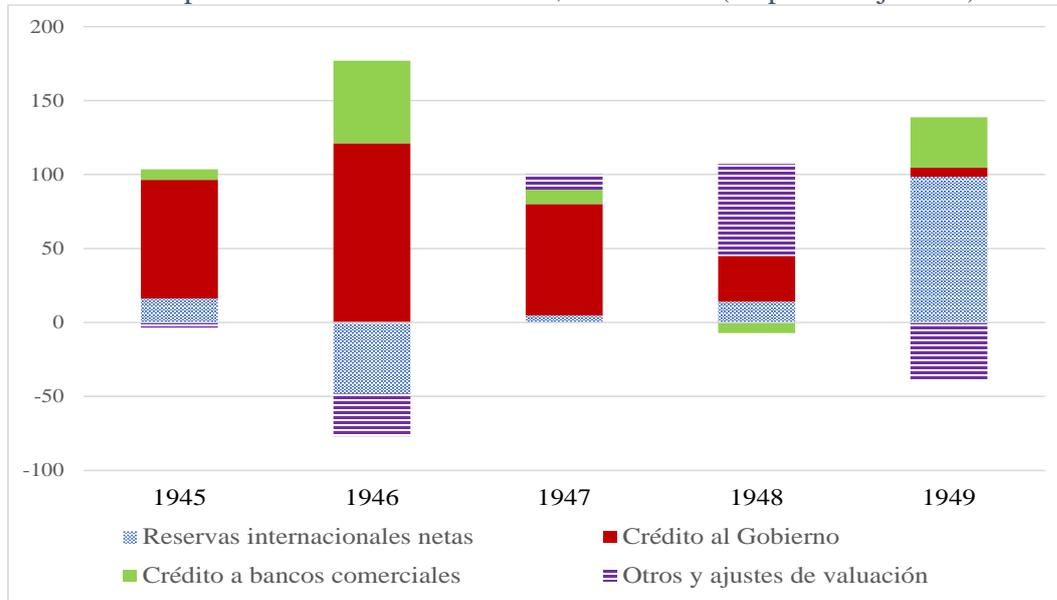
Una política monetaria, generalmente acomodativa, operando en un contexto de tipo de cambio fijo y controles de cambio, describía el escenario macroeconómico durante el Gobierno de Bustamante y Rivero. La postura de la política monetaria reflejaba la emisión inorgánica del financiamiento del déficit fiscal y la implementación de una versión local de la doctrina económica de los “Fondos Prestables,” (*Real Bills doctrine*), por la cual toda oferta de crédito que resulta del descuento de papel comercial, amparado por una actividad productiva genera su propia demanda, sin causar problemas de inflación. En efecto, referencias a las Actas de Directorio del Banco Central de Reserva que datan de la décadas de 1940-1950 en Estela (1999), apuntan a una preocupación constante y unánime del Directorio sobre el financiamiento inflacionario del déficit fiscal, pero una visión algo dispar sobre una expansión de crédito bancario al sector privado, como posible fuente inflacionaria y de presión sobre la posición externa del Banco

⁶ La Ley Orgánica del BCRP de ese entonces (Ley Orgánica 7137 de 1932) acomodaba una política monetaria, generalmente expansiva, al permitir el redescuento automático con el Banco Central de tenencias de valores del tesoro y giros de Gobierno en poder de los bancos. Los bancos financiaban el déficit fiscal comprando papel de Gobierno, que luego descontaban con el Banco Central para financiar su expansión de crédito al sector privado.

Central, si dicha expansión crediticia estuviere fundada en el redescuento de facturas reales (Seminario, 2006).

Gráfico 5-1

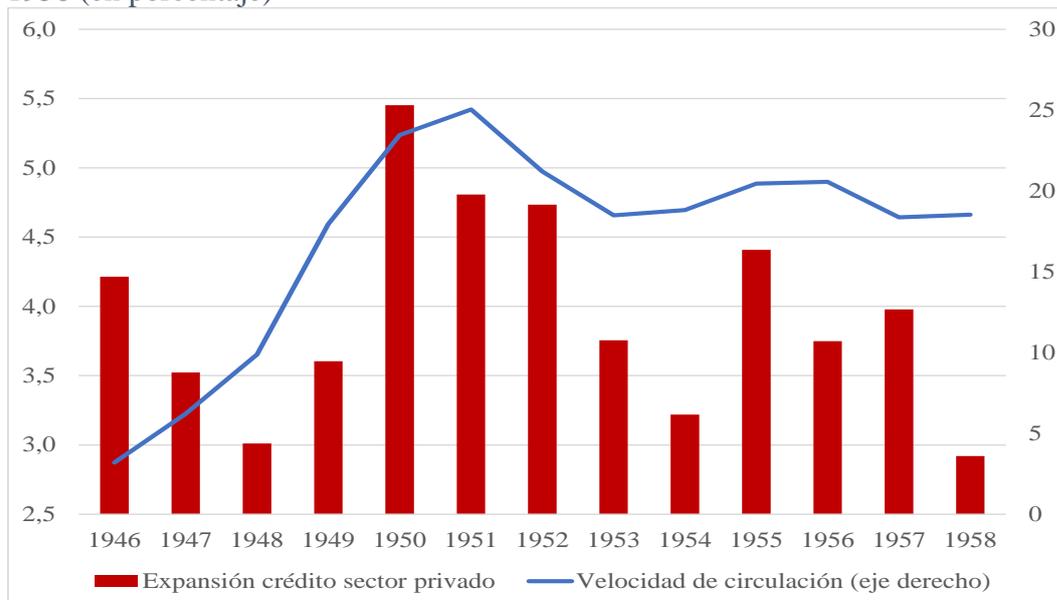
Fuentes de expansión de la base monetaria, 1945-1949 (en porcentaje total)



Fuente: BCRP y estimaciones del autor

Gráfico 5-2

Velocidad de circulación del dinero y expansión del crédito al sector privado: 1946-1958 (en porcentaje)



Fuente: BCRP y estimaciones del autor

Testimonio de la doctrina de los “Facturas Reales,” o también llamada doctrina de los “Fondos Prestables” fue la prosperidad de la banca comercial y, en particular, la

creación de numerosos bancos de fomento, altamente dependientes de crédito del Banco Central, y que generalmente financiaban proyectos sectoriales a plazos y tasas de interés por debajo de los niveles de mercado (Apéndice 1).

3. Gobierno del General Manuel Odría (1948-1956)

Iniciativas de política y consultas con la comunidad internacional se intensificaron en 1947–48 a fin de atacar la crisis cambiaria nacional, pero el Gobierno del presidente Bustamante y Rivero llegó a su fin abruptamente⁷. El clima económico y político se había deteriorado drásticamente y, en octubre de 1948, el presidente Bustamante fue destituido de su cargo por la junta militar liderada por el general Manuel A. Odría. La junta militar mantuvo un sistema de tipo de cambio múltiple establecido durante el gobierno del presidente Bustamante y Rivero, aunque modificado, que incluía: (i) un mercado oficial de divisas, con una tasa de 6,5 soles por dólar, abastecido por las divisas equivalentes al 45% de los ingresos de exportación no minera y no aurífera; (ii) un mercado libre de certificados de exportación provisto por el 55% restante de ingresos de exportación no minera y de oro; y (iii) un mercado libre de giros, alimentado por entradas de divisas no comerciales (es decir, turismo, gastos diplomáticos, envíos, otras entradas pequeñas). El sistema cambiario incluyó ajustes administrativos en la emisión de licencias de importación, heredada de la administración anterior, y una racionalización de la lista de bienes esenciales con acceso a la tasa oficial de 6,5 soles por dólar.

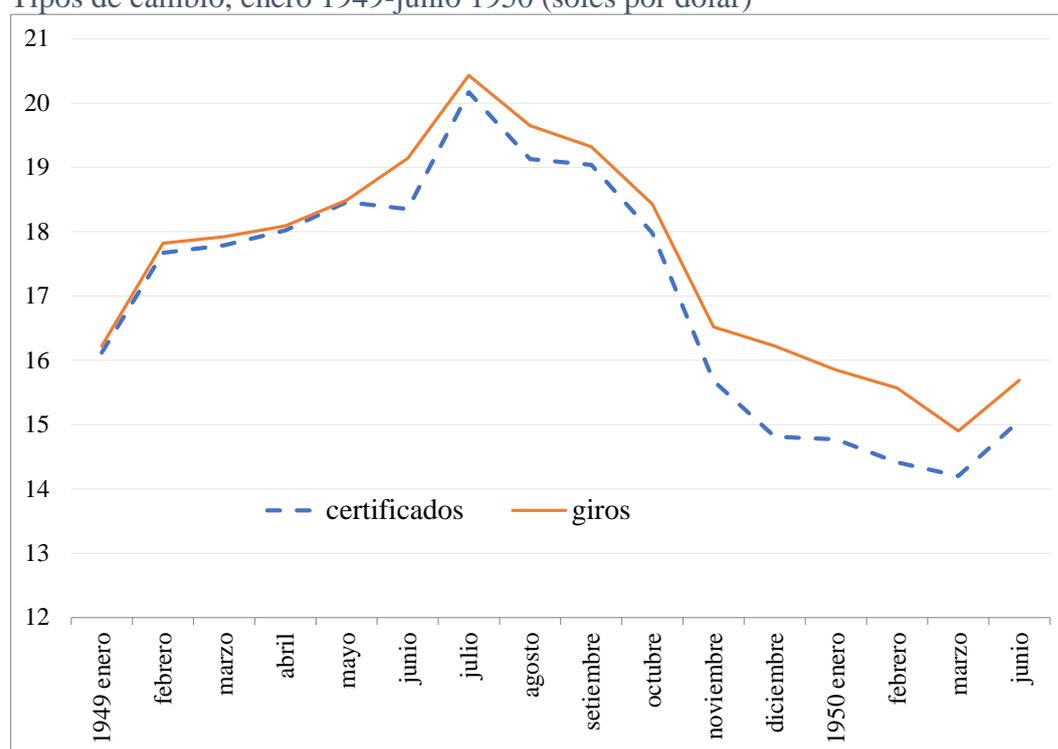
Al año del golpe de Estado (noviembre de 1949), la junta militar abandonó la paridad oficial de 6,5 soles por dólar, establecida por el Gobierno en 1940, e instauró un sistema de cambio flotante dual, consistente con las recomendaciones de la misión Klein⁸ (Apéndice 2). La reforma del sistema cambiario eliminó el impuesto discriminatorio cargado sobre aquellos ingresos de exportación valuados a la paridad oficial de 6,5 soles por dólar. Para ello, instituyó que los certificados de exportación —emitidos contra el 100% de los ingresos de exportación, sin excepción— fueran libremente negociables con importadores y otros usuarios autorizados en el mercado de certificados de exportación.

⁷ Evidencia de este acercamiento al FMI se encuentra detallada en IMF Archives (1948a, 1948b, 1948c, 1948d, 1949).

⁸ Klein (1949).

La reforma también eliminó el subsidio cambiario otorgado a las importaciones consideradas esenciales (recibiendo divisas a una tasa de cambio oficial de 6,5 soles por dólar), y eliminó los controles cuantitativos sobre las importaciones. Vale notar, sin embargo, que la reforma mantuvo la obligación de remitir al Banco Central todo ingreso de divisas por exportaciones mineras y no mineras (léase, 100% del dinero recibido por la exportación). Una característica del sistema cambiario nacional que perduraría por décadas, dándole la capacidad al Banco Central de intervenir en el mercado de cambios, y sostener artificialmente un tipo de cambio que no necesariamente era de equilibrio entre oferta y demanda de divisas.

Gráfico 5-3
Tipos de cambio, enero 1949-junio 1950 (soles por dólar)

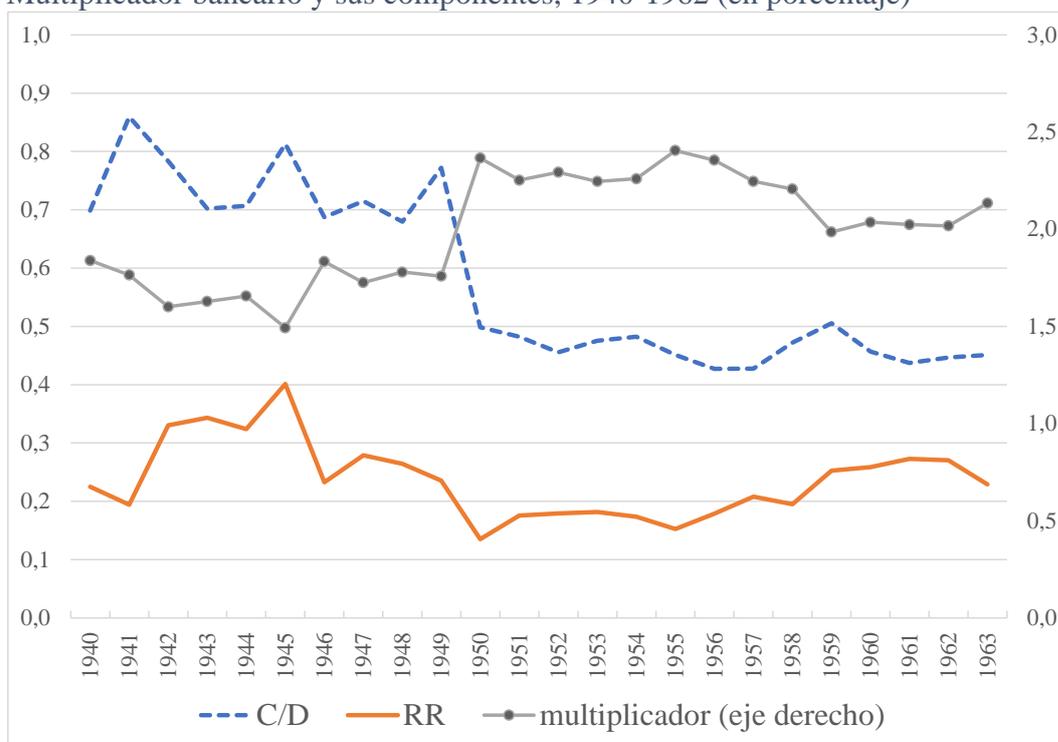


Fuente: BCRP y estimaciones del autor

La flotación cambiaria, lanzada en noviembre 1949, fue un experimento exitoso en términos de lograr una pronta estabilidad cambiaria y de precios, que perduraría hasta aproximadamente 1953-54, cuando finalizó la guerra con Corea. El nuevo sistema cambiario condujo a una apreciación inicial del sol, pues las remesas de exportación que fluyeron en el mercado de certificados de exportación fueron mayores a las previstas y el crecimiento de las importaciones disminuyó, dado que los comerciantes tenían grandes inventarios de bienes importados acumulados en anticipación a la reforma cambiaria

(Gráfico 5-3). También hubo un alargamiento de la madurez y validez de los certificados de exportación (de 30 a 60 días), que aumentó la oferta disponible de divisas y redujo presiones cambiarias estacionales. A fin de apoyar el proceso de estabilización, el Banco Central revitalizó sus esfuerzos de control crediticio al sector privado, mediante el establecimiento de toques de crédito por deudor individual y elevaciones de encajes bancarios, orientados a ejercer una mayor vigilancia sobre el crecimiento de los agregados monetarios (léase, estabilizar el multiplicador bancario) (Gráfico 5-4). A fines de abril de 1950, la tasa de inflación había caído a 12,2%, comparada con una tasa de inflación de 19,6% en enero de 1950. La apreciación del sol frente al dólar, gatillada por la reforma cambiaria y reforzada por las políticas financieras deflacionarias complementarias, habría de prolongarse hasta 1953-54, cuando acabó la guerra con Corea (junio 1950-julio 1953). Eventualmente, el fin de la guerra con Corea resultó en un fuerte deterioro de términos de intercambio, que conllevó a una fuerte depreciación del sol contra el dólar (Gráfico 5-5).

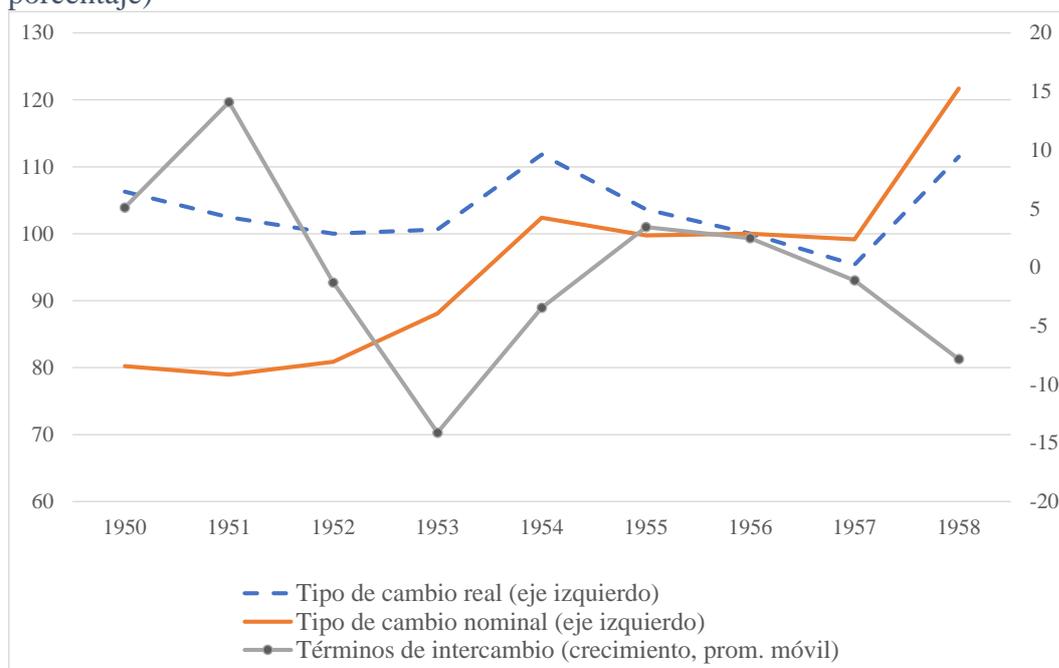
Gráfico 5-4
Multiplicador bancario y sus componentes, 1940-1962 (en porcentaje)



Notas: La ratio C/D se define como moneda en circulación como porcentaje de los depósitos bancarios, RR son las reservas de encaje como porcentaje de los depósitos bancarios.

Fuente: Memorias del BCRP.

Gráfico 5-5
Índices de tipo de cambio (1956=100) y crecimiento de los términos de intercambio (en porcentaje)



Notas: Una disminución del índice de tipo de cambio real indica una depreciación. Se toma el promedio móvil dos años para el crecimiento de los términos de intercambio.

Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

La reforma cambiaria de 1949 dio espacio a los exportadores de mantener su competitividad pese a fluctuaciones en precios internacionales y aumentos en costos de producción. Hay que recordar que Tsiang (1956) —en un esfuerzo excepcional, para la época, de tratar de medir la competitividad del sector transable de la economía— muestra que el mercado de certificados de exportación fue lo suficientemente flexible para compensar a los exportadores por volátiles precios internacionales, en un ambiente de persistente inflación doméstica (Cuadro 5-2). En efecto, durante 1950-1952, en particular, el tenaz aumento de costos de producción nacional (estimados según el índice de costo de vida, en ausencia de datos sobre salarios en el sector exportador) fue compensado por una combinación fortuita de incrementos en precios internacionales de exportación y una depreciación del sol en el mercado de certificados de exportación. Dicha flexibilidad del tipo de cambio, entonces, ayudó, a mantener los márgenes de beneficio de las empresas pese a un alza en sus costos de elaboración. Es probable que la tendencia de los costos de producción haya sido incluso más conservadora que aquella estimada por Tsiang (1956), en tanto que la productividad del sector minero exportador se benefició de significativa inversión directa extranjera y un régimen tributario preferencial durante el Gobierno de

Odría, que apoyó un fuerte crecimiento de las exportaciones durante 1949-1954 (Gráfico 5-6)⁹.

Cuadro 5-2

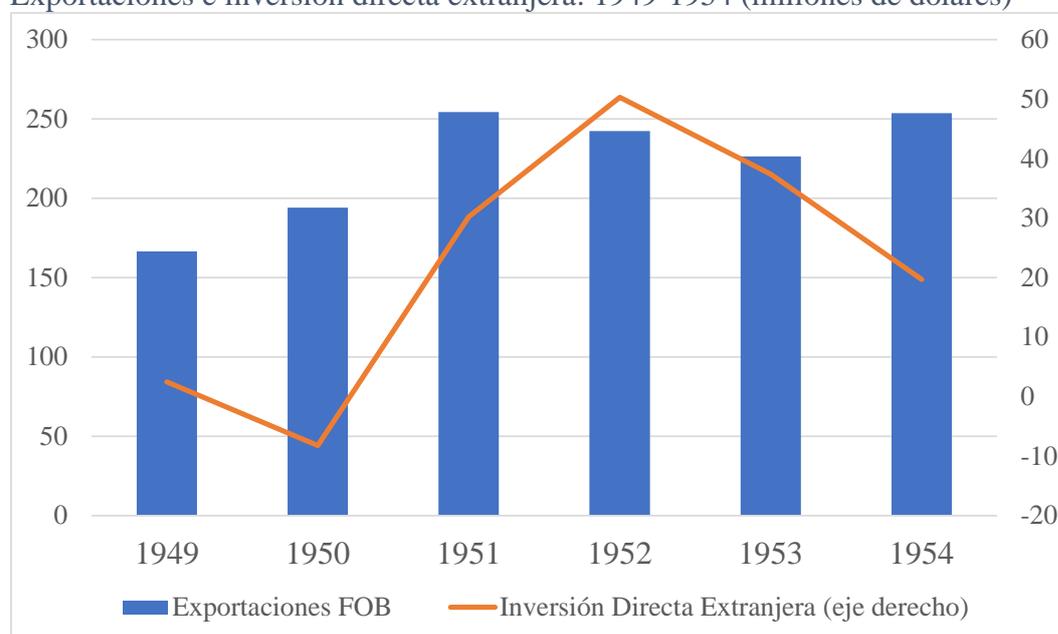
Costo estimado de producción por dólar exportado y tipo de cambio, 1950-54 (índices, 1950=100)

	1950	1951	1952	1953	1954
1. Precios de exportación (en US\$)	100	139	117	93	93
2. Costo de vida	100	110	118	128	135
3. Costo estimado promedio por dólar exportado (2/1)	100	79	101	138	145
4. Tipo de cambio, certificados exportación					
Promedio anual	100	101	104	115	130
Fin de periodo	100	102	104	133	127

Fuente: Tsiang (1956, p. 15)

Gráfico 5-6

Exportaciones e inversión directa extranjera: 1949-1954 (millones de dólares)



Fuente: Tsiang (1956)

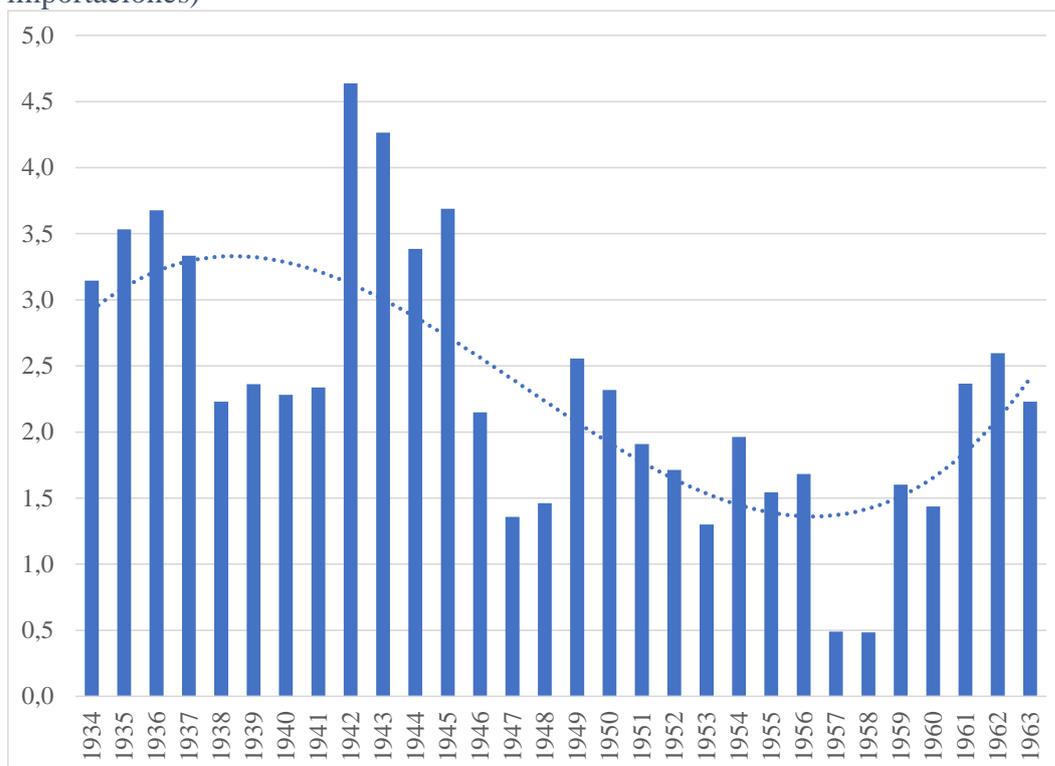
Una paradoja económica afrontada por el presidente Odría fue que el favorable entorno interno e internacional no se traducían en mejoras sostenidas en la posición de reserva internacional del Banco Central en los años de su régimen (Gráfico 5-7). En el frente interno, el sol se fortaleció y la inflación bajó, después de la flotación del tipo de

⁹ Referencias clásicas para un análisis de competitividad del lado de los costos de producción incluyen Dornbusch (1988) y Krugman (1994).

cambio de noviembre de 1949, mientras que el crecimiento del producto y las expectativas de inversión aumentaron junto con unas perspectivas optimistas para el desarrollo del sector privado. Al mismo tiempo, el déficit presupuestario estaba siendo controlado y el crecimiento del crédito bancario comercial se había desacelerado, tras los aumentos en los encajes bancarios y la fijación de límites máximos de crédito en bancos individuales. En el frente externo, el cálido apoyo del Gobierno a la inversión directa extranjera se manifestó en importantes entradas de capital hacia el sector minería. Además, entre 1952 y 1954, el Gobierno llegó a un acuerdo con los acreedores externos sobre el pago de los bonos peruanos, que había estado en mora desde 1931. Los excedentes en la balanza de pagos y el rápido crecimiento del ingreso nacional no se convertían, sin embargo, en alzas significativas en posición de reservas internacionales del Banco Central: la cobertura de reservas internacionales (en términos de meses de importación) había progresado luego de inaugurada la flotación cambiaria, pero seguía débil e, incluso, había disminuido durante 1951-1953.

Gráfico 5-7

Cobertura de reservas internacionales del BCRP: 1934-1963 (en meses de importaciones)



Nota: Datos a fin de periodo.

Fuente: BCRP y estimaciones del Autor.

El modelo económico de Polak¹⁰ proporcionó explicaciones para los resultados, aparentemente contradictorios, del porqué una expansión del ingreso nacional podía estar acompañada de una caída en la oferta de dinero y resultó en la firma del primer acuerdo *stand-by* (préstamo contingente) entre FMI y el Gobierno peruano en febrero de 1954; una relación financiera de apoyo de balanza de pagos que perduraría por años (Apéndice 3). El modelo de Polak, basado en la idea de que la balanza de pagos es, esencialmente, un fenómeno monetario, enfatizó los vínculos entre la posición de las políticas crediticias y su relación inversa con la posición de reservas internacionales del país. El razonamiento básico era que el exceso de oferta monetaria sobre la demanda de dinero se refleja en un déficit de balanza de pagos. Las tenencias de dinero excesivas son utilizadas por la gente en la compra de bienes y valores extranjeros¹¹. La aprobación del acuerdo *stand-by* por el Directorio del FMI, en febrero de 1954, fue seguida por un discurso público a la nación por el presidente Odría, quien enfatizó el compromiso del Gobierno en términos de restablecer la confianza en el sol, reducir los gastos de gobierno y frenar la expansión de crédito bancario, incluyendo el descuento automático del Banco Central a las obligaciones del tesoro.

El acuerdo de préstamo contingente entre Perú y el FMI fue el primer convenio financiero extendido por el FMI a un país sin una paridad fija frente al dólar americano. A febrero de 1954, el único otro país del mundo con tipos de cambio flotante, y pocas restricciones cambiarias y comerciales, era Canadá. Ambos países disfrutaban de las tasas más altas de inversión privada extranjera en el mundo, en esos tiempos. En el caso canadiense, un tipo de cambio flotante era la opción recomendable para mantener una política monetaria autónoma (de aquella dictada por la Reserva Federal estadounidense) y, al mismo tiempo, preservar el libre movimiento de capitales entre Canadá y los Estados Unidos (Krugman, 1994). En el caso peruano, la opinión del Gobierno era que el sistema de tipo de cambio flotante aseguraba la repatriación de los ingresos por exportaciones y

¹⁰ Ver Polak (1957) y Fondo Monetario Internacional (1977).

¹¹ El modelo de Polak hizo hincapié en que, para integrar el análisis monetario con el análisis de ingreso nacional, la variable de política o control debía ser la expansión del crédito interno. El análisis teórico y cuantitativo de Polak demostró que, en el largo plazo, una expansión temporal del crédito interno resultaba en una pérdida de reservas internacionales correspondiente. Esta relación de uno-a-uno entre los cambios en el crédito interno y las reservas internacionales fue la ecuación fundamental del enfoque monetario de la balanza de pagos (Pastor, 2014).

la disponibilidad de fondos para manejar las transacciones de la cuenta corriente y de capital. Asimismo, las autoridades argumentaron que, a pesar de los avances logrados en términos de estabilidad de precios y tipo de cambio, la inestabilidad en los mercados internacionales de exportación y el nivel relativamente bajo de las reservas internacionales brutas del Banco Central seguían siendo obstáculos para fijar una paridad cambiaria, sin reponer controles cambiarios y comerciales.

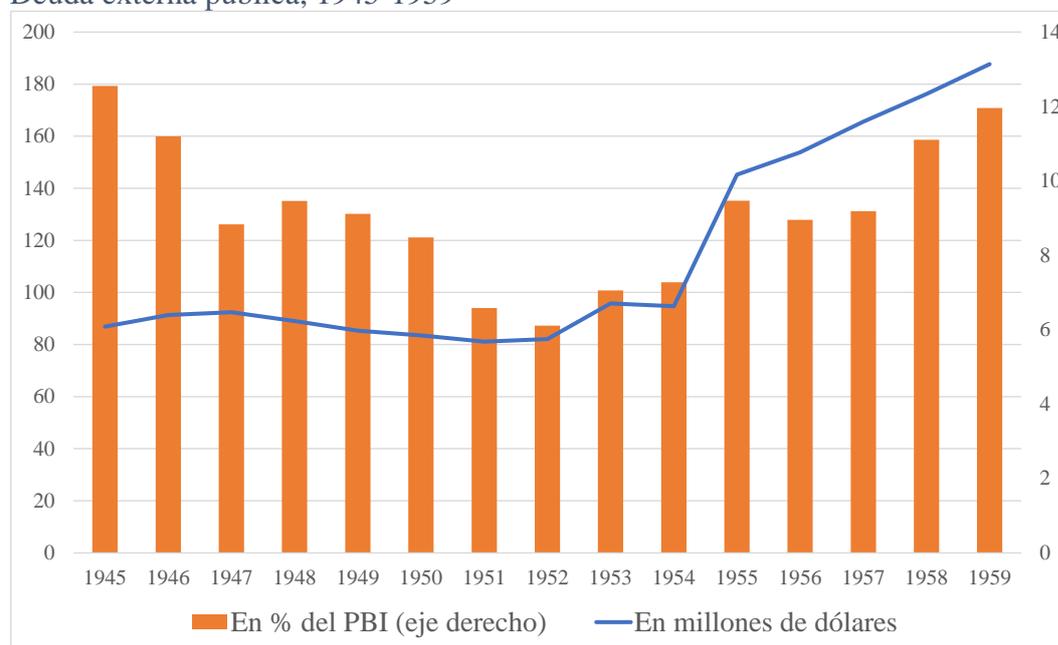
El desempeño económico y financiero bajo el programa económico de 1954 fue marcadamente exitoso. La inflación cayó al 5,5%, la velocidad de circulación del dinero disminuyó (la demanda de dinero aumentó) y el tipo de cambio se estabilizó en alrededor de 19 soles por dólar estadounidense durante el año, mientras que el crecimiento económico continuó a un ritmo acelerado, respaldado por exportaciones considerables y gastos de inversión. La balanza de pagos registró un pequeño superávit, que permitió un aumento en las reservas internacionales brutas, incluso sin que el Perú usara ninguna de las líneas de crédito extendidas por el FMI, el tesoro de los Estados Unidos y el Chase Manhattan Bank. La estabilización macroeconómica se logró, pues, sin financiamiento externo excepcional de balanza de pagos.

El éxito inicial con el programa de estabilización cambiaria llevó a la administración de Odría a solicitar dos extensiones consecutivas de 12 meses del acuerdo de préstamo contingente de 1954, al paso que el mandato del presidente Odría llegaba a su fin¹². La primera extensión del programa fue otorgada por el Directorio Ejecutivo del FMI en febrero de 1955. En esa ocasión, los directores ejecutivos elogiaron la gestión de las políticas financieras, por parte de las autoridades peruanas, reconociendo que uno de los objetivos básicos del programa del FMI había sido la estabilidad cambiaria y el mantenimiento de sistema cambiario ordenado, como había sido el caso. Por su parte, las autoridades peruanas señalaron el impacto positivo del dicho acuerdo *stand-by* sobre la credibilidad de la política del Gobierno. Un año después, el Perú solicitó una segunda extensión de un año del acuerdo financiero. El Directorio del FMI aceptó la solicitud, aunque señaló la reaparición de las presiones inflacionarias, aumentos considerables en el gasto público, y un incremento de la carga del servicio de la deuda externa del Gobierno

¹² Pastor (2014).

(Gráfico 5-8). Las autoridades peruanas enfatizaron la naturaleza precautoria del acuerdo con el FMI en vísperas de elecciones presidenciales, además de asegurar una firme implementación de un grupo de políticas, que estaban vigentes para contener el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, y respaldar la estabilidad de precios y de tipo de cambio.

Gráfico 5-8
Deuda externa pública, 1945-1959



Fuente: BCRP y estimaciones del autor

4. Segunda Presidencia de Manuel Prado Ugarteche (1956-1963)

La administración Prado enfrentó a una situación económica caracterizada por una baja, pero creciente, inflación que apreciaba el tipo de cambio real, y una posición de reservas internacionales precaria, que el Gobierno afrontó con el apoyo de la comunidad internacional, incluyendo compromisos de una reducida intervención en el mercado cambiario. El Gobierno introdujo nuevas medidas monetarias para controlar la inflación, que redujeron la tasa de expansión del crédito bancario. En el frente fiscal, recortó la inversión pública y estableció límites sobre el crédito del Banco Central al Gobierno. En el frente cambiario, las autoridades peruanas retuvieron, en principio (*de jure*), el sistema dual de tipo de cambio flotante establecido durante el Gobierno de Odría, aunque, en la práctica (*de facto*), el consenso era que una fuerte intervención del Banco Central en el mercado de divisas mantenía la tasa de cambio artificialmente estable (a través de ventas

de moneda extranjera, en el mercado de divisas) en alrededor de 19 soles por dólar, con la consiguiente apreciación del tipo de cambio real. En este entorno, el Directorio del FMI otorgó tres extensiones consecutivas del acuerdo de préstamo contingente con Perú (febrero de 1957, febrero 1958 y febrero 1959) bajo el compromiso, de parte de las autoridades peruanas, de dar flexibilidad al tipo de cambio. El entendimiento era que las autoridades no usarían sus reservas ni crédito externo para mantener un tipo de cambio artificialmente bajo, sino que permitirían que el tipo de cambio del mercado de certificados encontrarse un nivel de equilibrio de manera ordenada (léase, respaldado por un paquete de política fiscal y crediticia conservador)¹³.

A pesar del acuerdo en materia cambiaria con el FMI, la sobrevaluación del tipo de cambio real solo se corrigió en la segunda mitad de 1959, cuando Pedro Beltrán fue presidente del Consejo de Ministros y ministro de Hacienda y Comercio. Bajo su dirección, hubo un fuerte impulso para consolidar las cuentas de Gobierno con el Banco Central, y se introdujeron nuevos impuestos y se eliminaron subsidios gubernamentales a los precios internos del petróleo, a fin de forjar un grado de equilibrio presupuestario. Una medida monetaria importante fue contener el financiamiento del Banco Central al Banco Agrario, el cual financiaba una serie de subsidios al consumidor y productor, establecidos por gobiernos anteriores a lo largo de los años (Gráfico 5-9). A fines de 1959, con la disminución de intervención cambiaria, el tipo de cambio nominal alcanzó un máximo histórico de aproximadamente 28 soles por dólar, mientras que el tipo de cambio real se depreció significativamente, corrigiendo la sobrevaluación registrada durante los primeros años del Gobierno de Prado (Gráfico 5-10). Para entonces, el crecimiento de las importaciones se había desacelerado, las reservas brutas se habían recuperado de los mínimos alcanzados en el primer semestre del año, y el crédito del Banco Central al Gobierno había dejado de ser la principal fuente de creación de base monetaria, debido a las mejoras en la posición presupuestaria (Gráfico 5-11).

Dos reformas institucionales fundamentales, incluidas en el programa económico del ministro Beltrán, fueron la unificación del sistema cambiario (mayo 1960),

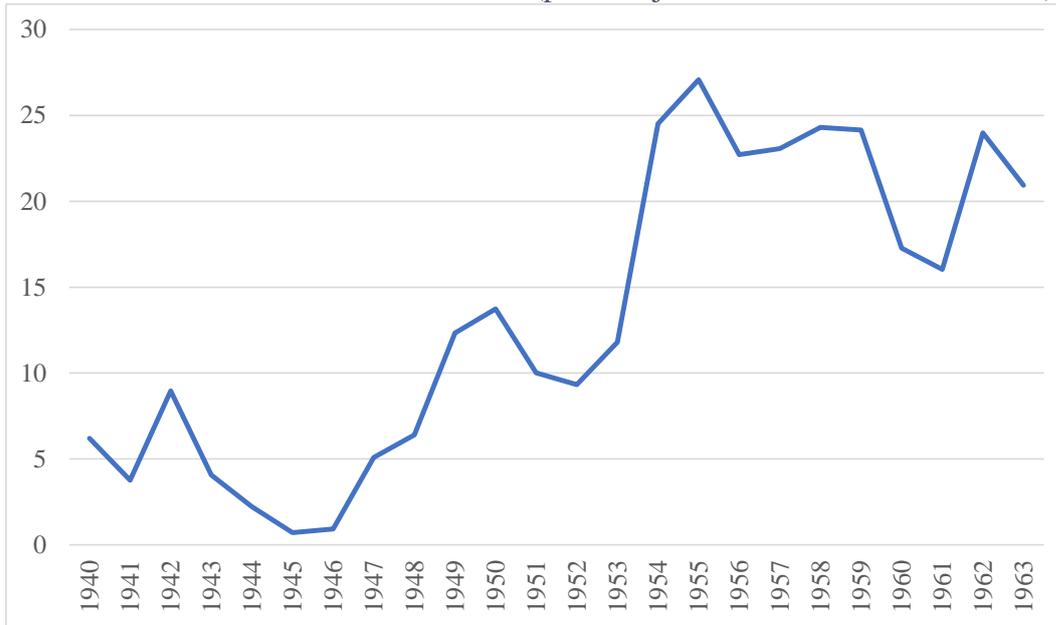
¹³ Las minutas de la discusión del directorio del FMI, a la fecha de aprobación del *stand-by* de 1958 (7 de febrero de 1958), son testimonio de la preocupación de varios directores ejecutivos, especialmente el director Ejecutivo por los Estados Unidos, F. A. Southard, sobre la transparencia de la política cambiaria peruana de ese entonces (ver IMF Archives, 1958)

y la promulgación de una nueva ley del Banco Central (Apéndice 4), que coincidió con la modernización de la Oficina de Estudios Económicos de la autoridad monetaria. Un mercado de cambio unificado, con una tasa de cambio flotante, sustituyó el sistema de tipo de cambio dual (de certificados de exportación y de giros) establecido en noviembre de 1949. Pese a la unificación cambiaria, no se estableció una nueva paridad fija del sol contra al dólar (práctica generalizada durante el periodo de paridades fijas de Bretton Woods), pues el Gobierno peruano argumentó que el proceso de estabilización seguía siendo frágil y, por tanto, era difícil tratar de defender una paridad fija contra el dólar, sin recurrir a restricciones comerciales y cambiarias. También, las reservas internacionales seguían siendo relativamente limitadas, impidiendo al Banco Central defender cualquier paridad cambiaria en caso de posibles desequilibrios internos y externos. De su lado, la reorganizada Oficina de Estudios Económicos del BCRP fue cuna de numerosos estudios sobre problemas económicos y financieros nacionales, que habrían de influenciar la política económica doméstica por años a venir.

La estabilización macroeconómica y liberalización cambiaria inmersa en el programa económico de Beltrán desfalleció a comienzos de la década de 1960 producto del auge económico inducido por el programa mismo, que generó presiones inflacionarias y apreció el tipo de cambio real. Para ese entonces, si bien las políticas económicas de Beltrán aún lograban controlar la posición fiscal y respaldar un fuerte crecimiento económico, la tasa de inflación anual estaba aumentando y había signos de un aumento en la velocidad del dinero (Gráfico 5-12). Asimismo, la evolución del crédito bancario al sector privado se había acelerado a pesar de subidas en los requisitos de encaje legal durante 1960-1962. De su lado, la llegada de Fernando Belaúnde Terry a la presidencia del Perú, en julio de 1963, habría de forjar nuevos retos de política económica y financiera, dado el empuje a la inversión pública e industrialización doméstica, a la sombra del paradigma económico de sustitución de importaciones. Las migraciones campo-ciudad, además, habrían de modificar la estructura del mercado de trabajo, así como la composición sectorial del producto nacional.

Gráfico 5-9

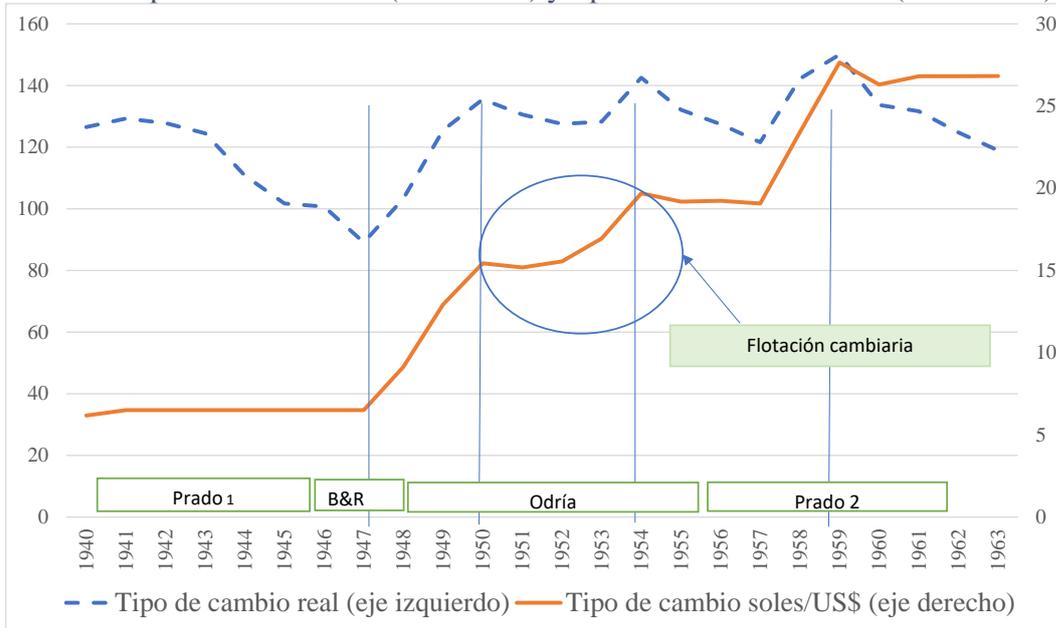
Crédito del BCRP a bancos de fomento (porcentaje de activos domésticos netos)



Fuente: Balances del BCRP y estimaciones del autor.

Gráfico 5-10

Índice de tipo de cambio real (1934=100) y tipo de cambio sol-dólar (1940-1963)

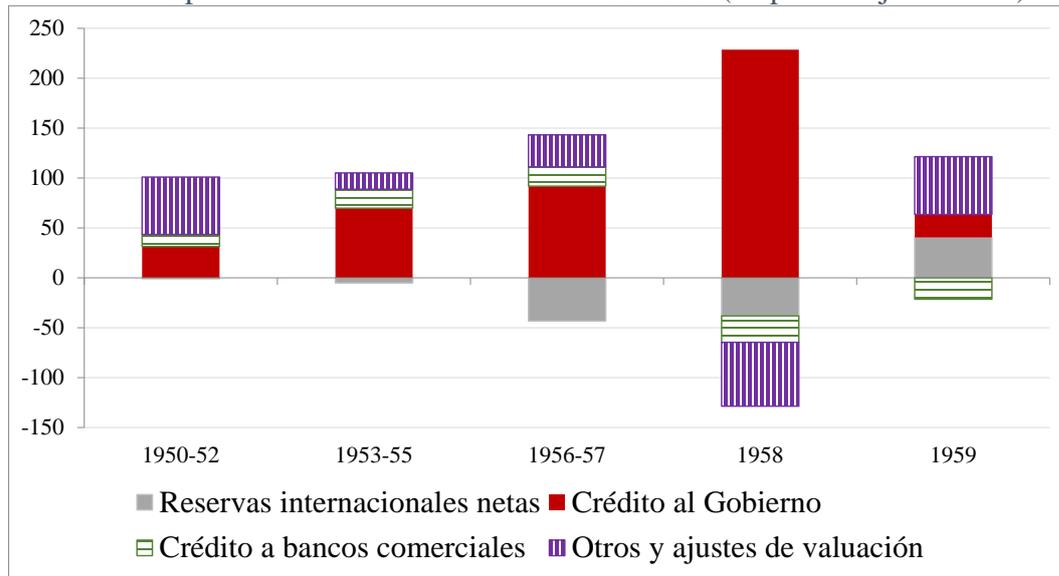


Nota: Caída en el índice de tipo de cambio (TC) real indica apreciación real.

Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

Gráfico 5-11

Fuentes de expansión de la base monetaria: 1950-1959 (en porcentaje del total)

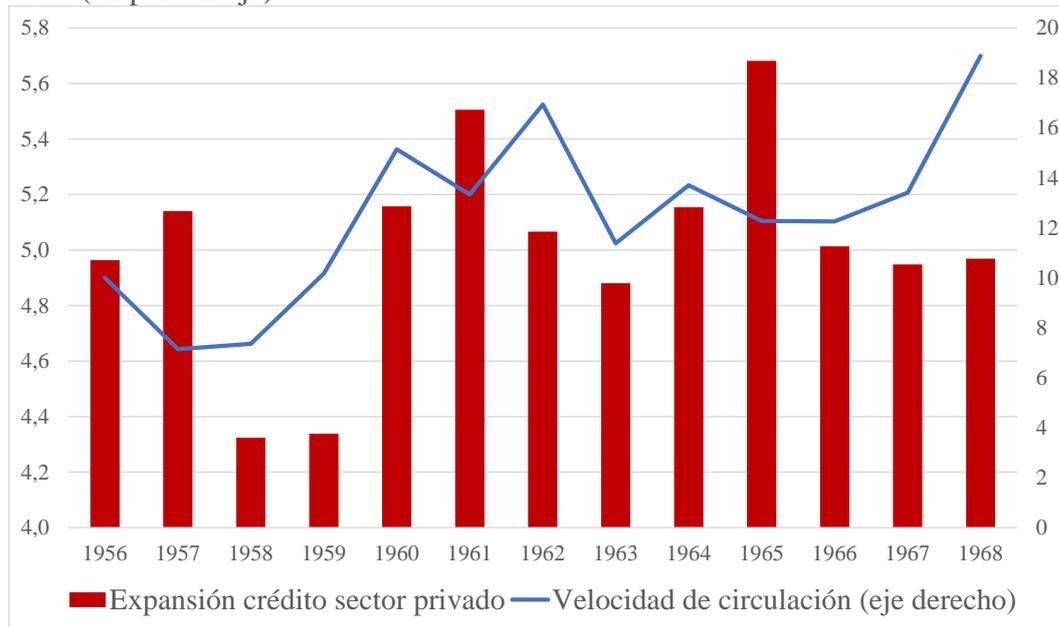


Nota: El crédito al gobierno incluye los préstamos a bancos de fomento.

Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

Gráfico 5-12

Velocidad de circulación del dinero y expansión del crédito al sector privado: 1956-1968 (en porcentaje)



Fuente: BCRP y estimaciones del autor.

A grandes rasgos, se puede afirmar que la gestión financiera de la economía, en la década de los años 1950, cerró con éxitos importantes. Desde el primer programa de préstamo contingente, en febrero de 1954, hasta el drástico programa de estabilización de 1959, hubo un esfuerzo continuo para controlar tanto el financiamiento del Banco Central al Gobierno como un rápido crecimiento del crédito comercial bancario; esfuerzo

que con el tiempo resultó en una reducción en la tasa de inflación y cierta mejoría en la posición de reservas internacionales de la autoridad monetaria. A nivel macroeconómico, una vista panorámica de la década de 1950 indica que el crecimiento económico estaba siendo impulsado por una mayor contribución de la inversión y exportaciones que en la década de 1940, mientras que el aporte del consumo privado (medido en términos reales) al dinamismo de la economía había sido preservado (Cuadro 5-3).¹⁴ La mejora observada en las cuentas externas de Perú era, entonces, consistente con las predicciones en el modelo económico de Polak.

Cuadro 5-3
Contribución al crecimiento por componentes de la demanda agregada: 1940-59 (tasas de crecimiento promedio en porcentaje)

PBI total ^{a/}	Consumo			Inversión	Exportaciones	Importaciones	Otros indicadores		
	Privado	Público					Tasa de inflación	Tipo de cambio real ^{b/}	Cobertura de reservas ^{c/}
[a]	[b]	[c]	[d]	[e]	[f]				
1940-49	3,0	3,0	0,2	0,8	-0,4	0,6	14,7	-18,3 ^{d/}	2,8
1950-59	5,8	3,2	0,6	1,5	1,8	1,4	8,2	19,5 ^{e/}	1,5

Notas:

^{a/} Por definición: [a] = [b] + [c] + [d] + [e] - [f]

^{b/} Índice de tipo de cambio real (1934 = 100). Apreciación del sol tiene signo negativo (-).

^{c/} En meses de importaciones de bienes y servicios.

^{d/} Periodo 1940-1948.

^{e/} Periodo 1949-1959.

Fuente: Seminario (2019) y estimaciones del autor.

También, desde que acabó la Segunda Guerra Mundial hasta fines de la década de 1950, el sistema cambiario peruano registró varias transformaciones, siendo el periodo de flotación cambiaria de 1949-1955 un evento singular a nivel mundial (Gráfico 5-10; arriba). Se destacan los siguientes hechos:

¹⁴ Por el lado de la oferta agregada, las cuentas nacionales (Seminario, 2015) muestran que la estructura de la economía peruana cambió –aunque no drásticamente– entre el final de la Segunda Guerra Mundial y el término de la década de 1950. La agricultura y la minería seguían siendo los principales sectores económicos, aunque su participación en el PBI mostraba una disminución, mientras que el rol de la industria manufacturera (incluyendo construcción) y el sector servicios, en particular, había aumentado de manera significativa en el PBI total.

- El Gobierno del presidente Bustamante y Rivero (1946-1948) modificó el sistema cambiario instaurado por el gobierno de Prado, combinando el tipo de cambio fijo de 6,5 soles por dólar, heredado de la administración precedente, con un tipo de cambio de mercado libre aplicable a un grupo limitado de transacciones externas identificadas por el Gobierno. Lamentablemente, los desbalances fiscales y un deterioro de los términos de intercambio, al final de la Segunda Guerra Mundial, precipitaron una fuerte devaluación del sol pese a los controles cambiarios entonces vigentes.
- El Gobierno del presidente Odría —a recomendación de la misión Klein— estableció un sistema de flotación cambiaria dual durante finales de 1949 que, junto con la experiencia canadiense de flotación cambiaria, fue un evento único durante el auge mundial del sistema de paridades fijas de Bretton Woods. Durante dichos años, la flexibilidad cambiaria, acompañada de medidas de control fiscal y monetario, y la apertura externa a la inversión directa extranjera provocaron una reducción de la inflación (a medida que el tipo de cambio se apreciaba) y un crecimiento económico sin precedentes en el Perú. La política cambiaria inaugurada por la administración Odría: (i) eliminó el tipo de cambio fijo de 6,5 soles por dólar (en vigor desde mediados de 1940); (ii) facilitó la convivencia de dos mercados cambiarios: de certificados de exportación y de giros, con tasas de cambio muy similares, al permitir arbitraje de tipos de cambio entre ambos mercados, y (iii) aplicó un tipo de cambio uniforme (y de mercado) a toda clase de importaciones (esenciales y no esenciales).
- El segundo Gobierno del presidente Prado (1956-63) mantuvo elementos del sistema cambiario recibido de Odría, como la obligación de los exportadores de remitir al Banco Central todo ingreso de divisas, a cambio de certificados de exportación negociables, mientras que la flotación cambiaria fue más *de jure*, que *de facto*. En efecto, los requisitos de entrega al Banco Central de 100% de los ingresos de exportación (incluida en la reforma cambiaria, propuesta por la misión Klein) solventaron la intervención del Banco Central en el mercado cambiario, resultando en una estabilidad artificial del tipo de cambio nominal, y una fuerte apreciación del tipo de cambio real. Situación que solo fue corregida durante el programa económico de Pedro Beltrán cuando se redujo la intervención cambiaria, y el tipo de cambio alcanzó un máximo nivel histórico de 28 soles por dólar a finales de 1959.

- Finalmente, el programa del ministro Beltrán unificó el sistema cambiario, en mayo de 1960.

5. Observaciones Finales

Los años subsiguientes a la Segunda Guerra Mundial fueron de cambios estructurales significativos alrededor del mundo. Estados Unidos emerge como la potencia victoriosa y su rol en el sistema económico, monetario y político internacional coincide con un periodo de rápido crecimiento global. Para muchos, fue la época de oro del capitalismo, cuando las economías de ganadores y perdedores de la guerra registraron fuerte crecimiento, así como mejoras en su nivel de bienestar. En el caso de países periféricos a la guerra, como el Perú, hubo igualmente cambios importantes, incluyendo un alto grado de volatilidad de términos de intercambio para productos de exportación e importación, que diversos Gobiernos aprovecharon de diferentes formas. El caso del Gobierno del presidente Odría (1948-1956), por ejemplo, fue un evento exitoso de apertura económica, con gran afluencia de inversión directa extranjera en sectores primarios exportadores asociada con importantes multiplicadores de empleo e ingreso nacional.

El balance macroeconómico en el caso peruano no fue una tarea fácil de abordar. Al final de la guerra mundial, había multiplicidad de distorsiones económicas y escaseces, incluyendo controles de precios, subsidios a bienes de primera necesidad, y tipos de cambio múltiples que presionaban en el balance financiero del Gobierno y la posición externa del Banco Central, y que afectaban al público, en general. Había un aumento constante de precios, en gran parte, producto del financiamiento inorgánico del déficit fiscal (léase, maquina) y encarecimiento en precios de importaciones, que apreciaba el tipo de cambio oficial (fijado a 6,5 soles por dólar, desde comienzos de la Guerra Mundial) y resultaba en un magro crecimiento de exportaciones, inversión doméstica, e ingreso nacional.

En términos de eventos específicos, este periodo de análisis es singular debido a la implementación de un sistema de tipo de cambio flotante (1949-1955) en tiempos de apogeo del sistema Bretton Woods de paridades fijas alrededor del mundo. La eliminación, en noviembre de 1949, del tipo de cambio oficial de 6,5 soles por dólar establecido durante la Guerra Mundial fue un experimento audaz y, eventualmente,

eficaz, implementado por las autoridades peruanas. A esa fecha, el único otro país sin paridad fija contra el dólar era Canadá, cuya proximidad geográfica y económica con los Estados Unidos hacía imperativa la flotación cambiaria, a fin de lograr una política monetaria independiente. En el caso peruano, la precariedad de la posición de reservas internacionales llevó a las autoridades peruanas —en consulta con la misión Klein— a abolir el tipo de cambio fijo y establecer un sistema de cambio flotante dual, que estuvo básicamente en pie hasta comienzos de la década de 1960. El nuevo sistema cambiario devolvió competitividad a nuestros productos de exportación, eliminó impuestos y subsidios escondidos a las exportaciones e importaciones, respectivamente, y fue un mecanismo de ajuste automático, ante el vaivén de términos de intercambio internacionales y una inflación doméstica que acrecentaba los costos de producción en ese entonces.

En una perspectiva histórica de largo plazo, el experimento de flotación cambiaria durante el Gobierno del presidente Odría fue un evento único, en tanto que la regularidad de regímenes cambiarios peruanos desde 1940 hasta 1990, incluso, fue (habría de ser) de regímenes de tipo de cambio fijo o de flotación *de jure*, mas no *de facto*, como ocurrió a comienzos del segundo Gobierno de Prado. En dichas circunstancias, la devaluación del sol generalmente aconteció como un acto forzado, de parte de las autoridades nacionales, por corregir la apreciación de la moneda nacional y mejorar la posición externa de balanza de pagos.

Otro suceso para notar es la firma del primer acuerdo de préstamo contingente entre Perú y el FMI en febrero de 1954, y la conceptualización holística del funcionamiento de una economía pequeña y abierta como la del Perú, usando el modelo de Jacques Polak (1957). En efecto, a dicha fecha, el Perú empieza un largo camino de relaciones financieras (léase, programas de apoyo de balanza de pagos) e intercambio intelectual con el FMI. El paradigma analítico subyacente a dicha relación fue el modelo económico de Polak, cuyo planteamiento fundamental era la relación inversa entre las políticas crediticias (incluyendo Gobierno y sector privado) y la posición de reservas internacionales del país. Es decir: todo exceso de oferta monetaria sobre la demanda de dinero se refleja en un déficit de balanza de pagos. Hasta ese entonces —mediados de la década de 1950—, el análisis monetario y de la posición externa del Banco Central estaba focalizado en el financiamiento inflacionario del déficit, y era, por decir, un análisis de

equilibrio parcial, con secuelas de una versión local de la doctrina económica de los “fondos prestables”, según la cual una emisión monetaria adecuadamente respaldada por activos reales no genera inflación. El modelo de Polak fue la herramienta de análisis y dictamen de políticas de estabilización macroeconómica, implementadas en Perú de los años 50 en adelante. Los ejercicios holísticos de programación monetaria, incluyendo proyecciones consistentes de todas las cuentas macroeconómicas básicas—demanda agregada y precios, demanda de dinero, posición fiscal y de balanza de pagos—fueron la gimnasia intelectual regular de los técnicos del BCRP, Ministerio de Hacienda y los encargados de política económica monitoreando la economía peruana, mientras que el resto fue solo semántico.

Apéndice 1. Perú: Estructura del mercado bancario comercial y de fomento, 1940-1960

Como referido por varias fuentes bibliográficas¹⁵, el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial fue de importante auge para los bancos comerciales domésticos (Gráfico 5-13 y Cuadro 5-4). Los datos muestran un rápido crecimiento de las colocaciones y depósitos bancarios, y boyantes indicadores de rentabilidad, que facilitaron la acumulación de reservas de capital y pago de dividendos. Incursiones de hombres de empresa en el negocio bancario incluyeron, por ejemplo, la fundación del Banco Wiese en 1943, muy vinculado a la firma comercial A. & F. Wiese, y la creación del Banco Comercial del Perú en 1948.

La prosperidad exportadora durante el Gobierno del general Odría (1948-56), y los años inmediatamente posteriores, llevaron a aperturas de nuevas instituciones bancarias con oficinas principales en Lima, así como de nuevos bancos regionales. Las primeras incluyeron, el Banco Continental, instituido en 1951, y el Banco de Lima y el Banco Unión en 1952. A partir de 1960 se regionaliza el sistema bancario comercial y, en un lapso de solo tres años, se fundan siete nuevos bancos con oficina principal en provincias: Banco Regional del Norte (Piura, 1961), Banco Nor Perú (Trujillo, 1961), Banco Regional del Centro (Huancayo, 1961), y Banco Regional Sur Medio (Ica), Banco de los Andes (Cusco), Banco Amazónico (Iquitos) y Banco Sur del Perú (Arequipa), todos estos creados en 1962.

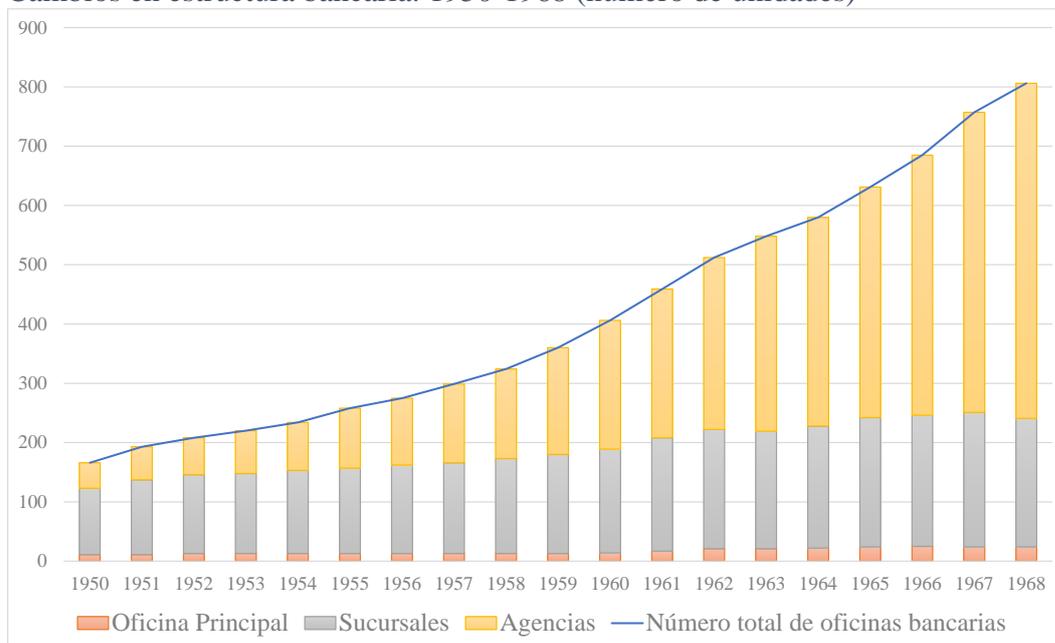
Un número de bancos de fomento y cajas de ahorro de desarrollo sectorial también se abrieron en los años 1950 y 1960. En el grupo estuvieron el Banco de Fomento Agropecuario (1954); Banco de la Vivienda del Perú (1962); Banco de la Industria de la Construcción (1965); Banco de Fomento Pesquero y Banco Pesquero del Pacífico (ambos creados en 1966/67); Banco Peruano de Constructores (BANPECO, 1967), entre otros. También se iniciaron algunas cajas de ahorros y préstamos y las asociaciones mutuales de crédito, que financiaron préstamos minoristas, vivienda familiar y otras operaciones un tanto similares a las de banca comercial. En 1966 se instauró el Banco de la Nación con la finalidad de proporcionar, a todos los órganos del sector público, los servicios

¹⁵ Ver, por ejemplo, Vargas (1982) y Sociedad de Beneficencia Pública de Lima (1968).

bancarios que demandaran para el cumplimiento de sus funciones, como la centralización de depósitos de entes presupuestales en esta institución bancaria.

Gráfico 5-13

Cambios en estructura bancaria: 1950-1968 (número de unidades)



Fuente: Vargas (1982)

Cuadro 5-4

Elementos del Balance de Bancos Comerciales

Años	Fondos disponibles	Colocaciones	Depósitos
1940	165	268	413
1942	304	328	613
1945	510	658	1 109
1946	422	912	1 281
1948	499	1 187	1 578
1958	1 893	5 328	7 383
1960	3 124	6 785	9 073
1962	4 355	9 563	12 511
1964	6 404	12 022	17 258
1966	8 471	15 703	22 199
1968	8 581	16 995	23 108

Fuente: Vargas (1982) y Sociedad de Beneficencia Pública de Lima (1968).

Apéndice 2. La Misión Klein: un nuevo sistema cambiario

La misión Klein, conformada por técnicos estadounidenses contratados para asesorar al Gobierno peruano sobre asuntos económicos y financieros — bajo la dirección de Julius Klein— recomendó el abandono de la paridad oficial del sol contra el dólar, y propuso el establecimiento de un sistema de tipo de cambio flotante dual, con tasas de cambio para: (i) certificados de exportación y (ii) giros. La reforma cambiaria eliminó los controles cuantitativos sobre importaciones.

La reforma también descartó el requerimiento de vender al Banco Central el 45% de los ingresos de exportaciones no mineras (además de los ingresos de exportación no aurífera) a la tasa oficial de 6,5 soles por dólar, mientras que el 55% restante de ingresos de exportación no minera (incluyendo las exportaciones de oro) eran intercambiados por certificados de exportación negociables en el mercado libre¹⁶. Bajo la reforma, todos los ingresos de exportación (minera y no minera) debían ser intercambiados por certificados de exportación de libre trámite en el mercado de certificados de exportación.

La abolición de la paridad oficial implicó el fin del subsidio especial otorgado a las importaciones consideradas “esenciales” (equivalente a casi 20% de las importaciones totales), que recibían divisas valuadas a la tasa de cambio oficial de 6,5 soles por dólar, mientras que las otras importaciones debían financiarse con divisas compradas en el mercado libre de certificados de exportación.

La reforma mantuvo la obligación de remitir al Banco Central todo ingreso de divisas por exportaciones mineras y no mineras; recursos que debían ser intercambiados por certificados de exportación con plazo fijo de vencimiento. Los certificados no negociados con importadores y otros usuarios autorizados, al plazo de maduración, debían ser revendidos al Banco Central a una tasa de descuento (2%) sobre la tasa de cambio libre vigente a la fecha de la transacción. La racionalidad de esta política era evitar atesoramiento y especulación cambiaria con certificados de exportación, y asegurar

¹⁶ Las exportaciones no mineras equivalían aproximadamente a 60% de las importaciones totales en esos tiempos.

disponibilidad de dólares en manos de la autoridad monetaria, especialmente durante periodos de poca oferta de dólares de exportación.

El establecimiento de dos mercados de divisas (de certificados de exportación y de giro) apuntaba a minimizar el impacto de movimientos especulativos de capital sobre la tasa de cambio en el mercado de certificados. Pagos de operaciones comerciales de cuenta corriente y de capital, autorizadas por el Gobierno eran permitidos usando certificados de exportación, especialmente aquellas operaciones relacionadas con inversión directa extranjera.¹⁷ Divisas para el pago de otras transacciones de “invisibles” tenían que hacerse comprando divisas en el mercado de giro.

La reforma minimizó posibles diferencias entre el tipo de cambio en el mercado de certificados y en el mercado de giros, al permitir que cualquier exceso de demanda por certificados de exportación podía satisfacerse con compras de divisas en el mercado de giros, aunque lo opuesto no era permitido. Dicha política facilitó pues el arbitraje de tasas de cambio entre los dos mercados de moneda extranjera.

¹⁷ Léase, gastos de seguro y flete marítimo, intereses y dividendos sobre capital extranjero, regalías, comisiones, remuneración de técnicos extranjeros operando en el Perú, entre otros.

Apéndice 3. Perú: Relaciones con el FMI

Perú ha tenido una extensa relación con el FMI a través de los años (Cuadro 5-5). La delegación peruana, al mando de Pedro Beltrán, participó en la conferencia de Bretton Woods (New Hampshire, USA) que creó el FMI y el Banco Mundial en 1944. De ahí en adelante, una fluida relación de soporte intelectual sobre el funcionamiento de una economía pequeña y abierta, además de acuerdos de apoyo financiero de balanza de pagos, ha sido una constante entre Perú y el FMI (Pastor, 2014). Una pausa en dicha relación ocurrió durante la primera fase del Gobierno militar, aunque incluso durante dicho periodo el Perú recibió apoyo financiero del FMI para lidiar con el incremento exponencial del precio del petróleo y caídas de precios de exportación. Durante el primer Gobierno de Alan García, la decisión de limitar el pago de servicio de deuda externa al 10% de las exportaciones causó atrasos financieros de pago de deuda con todo tipo de acreedores, incluyendo el FMI. La acumulación de obligaciones financieras impagas con el FMI generó que Perú fuese declarado país miembro “inelegible” al uso de recursos del Fondo, a mediados de 1985. Una condición de cuasi aislamiento financiero que perduró hasta 1991.

En agosto de 1990, el programa de estabilización lanzado por el Gobierno de Alberto Fujimori inició un largo camino de reinserción financiera internacional que incluyó, entre numerosas políticas económicas, un monitoreo intenso de la economía nacional de parte de los organismos financieros internacionales. En el caso del FMI, la reanudación del diálogo económico comprendió acuerdos de reforma económica y financiera bajo la modalidad del Programa de Acumulación de Derechos (*Rights Accumulation Program*, en inglés) durante 1990-92. Dichos convenios apuntaban a corregir los desequilibrios financieros heredados del periodo hiperinflacionario de finales de la década de 1980 y recibir apoyo económico de países amigos e instituciones financieras internacionales, para cancelar los atrasos financieros con el Fondo y poder recibir apoyo financiero fresco de balanza de pagos. La estrategia de reinserción financiera, en general, implicó restablecer una conversación intensa con acreedores multilaterales, bilaterales y la banca privada internacional, a fin de evitar nuevos atrasos financieros del servicio de deuda externa peruana.

Hacia 2019, el Perú había implementado, de manera sobresaliente, diversos programas de apoyo de balanza de pagos acordados con el FMI. En mayo de 2020, ante la incertidumbre de la crisis sanitaria mundial, Perú suscribió un acuerdo bajo la facilidad de Línea de Crédito Flexible (*Flexible Credit Line: FCL*, por sus siglas en inglés) por un monto equivalente a 11 mil millones de dólares. Dicha facilidad está diseñada con fines de prevención de crisis, ya que proporciona la flexibilidad de utilizar la línea de crédito en cualquier momento mientras dure el acuerdo. Los desembolsos bajo la FCL no son escalonados, ni están condicionados al cumplimiento de metas de política económica, como en los programas tradicionales respaldados por el FMI.

Cuadro 5-5
Relaciones con el FMI, 1954-2020

Años	Tipo de Arreglo Financiero	Duración de arreglo financiero (en años)	Fecha de aprobación; Directorio FMI	Status del arreglo, en marcha =1, suspendido =0
1954	Stand-by arrangement (SBA)	1	febrero	1
1955	SBA	1	febrero	1
1956	SBA	1	febrero	1
1957	SBA	1	febrero	0
1958	SBA	1	febrero	0
1959	SBA	1	febrero	1
1960	SBA	1	febrero	1
1961	SBA	1	febrero	1
1962	SBA	1	febrero	1
1963	SBA	1	febrero	0
1964	SBA	1	febrero	0
1965	SBA	1	febrero	0
1966	SBA	1	febrero	0
1967	SBA	1	agosto	0
1968/69	SBA	1	noviembre	0
1970	SBA	1	junio	0
1972	Compensatory Financing Facility (CFF)		junio	
1976	First Credit Tranche & Oil Facility		marzo	
1976	CFF		abril	
1977	SBA	1	noviembre	1
1978	SBA & CFF	1	setiembre	1
1979/80	SBA	1	julio	1
1982	CFF		junio	
1982	Extended Fund Facility (EFF)	1	junio	0
1984	SBA	1	abril	0
1984	CFF		mayo	
1985	Declaracion de Ineligible a usar recursos del FMI		agosto	
1991	Programa de Acumulación de Derechos (RAP)	3	setiembre	3
1993	EFF (1993-96); arreglo precaucionario luego de 1er desembolso	3	marzo	2
1996	EFF (1996-98) precaucionario	3	julio	3
1999	EFF (1999-02) precaucionario	1	junio	2
2001	SBA (precaucionario)	1	marzo	1
2002	SBA (precaucionario) + Metas explícitas de inflación	2	febrero	2
2004	SBA (precaucionario)	2	junio	2
2007	SBA (precaucionario)	2	enero	2
2009	Última revision arreglo 2007 SBA	1	enero	1
2010-2019	Misiones de consulta de Artículo IV, solamente			
2020	Línea Flexible de Crédito (FCL)	2	mayo	

Memorandum items:

Número de años:

Periodo 1954-2009	55
del cual: años de ineligibilidad (1985-1991)	8
Años con arreglo financiero (1954-2009) incluyendo RAP	39
Programa en marcha (on-track)	28
Programa suspendido (off-track)	11

Fuente: FMI y estimaciones del autor.

Apéndice 4. Nueva Ley del Banco Central de Reserva del Perú (1962)

Una nueva Ley Orgánica del BCRP (Ley No 13958) entró en vigor el 1° de febrero de 1962, en remplazo a la norma emitida en colaboración con la misión Kemmerer en 1931. Dicha ley introdujo cambios en las prácticas existentes, como la facultad del Banco Central de: (i) establecer y modificar los encajes de los bancos (que antes estaba a cargo de la Superintendencia de Bancos) y (ii) dictaminar tasas máximas de préstamos bancarios, y tasas mínimas aplicables a depósitos del público. La ley redujo de 12 a 9 el número de miembros del directorio de la autoridad monetaria. Como en el pasado, los directores incluían aquellos nombrados por el Gobierno (3) y aquellos elegidos por los bancos comerciales, de fomento y regionales (3), la Sociedad Nacional Agraria (1), la Sociedad Nacional de Industrias (1), las Cámaras de Comercio de la República, de Lima (2), y la Cámara Nacional de Comerciantes (1). Se estableció que el capital del Banco Central sería solo de propiedad del Estado, y no mixto (bancos comerciales y Estado), como en el pasado.

El financiamiento del déficit fiscal continuó en la modalidad indirecta, por la cual el Banco Central redescataba con los bancos y público, en general, obligaciones del tesoro hasta por el 75% de su valor en plaza. El financiamiento directo del erario, de parte del Banco Central, tenía un límite equivalente a 1/12 de las rentas ordinarias del presupuesto general. Con fines de regulación monetaria, el Banco Central podía adquirir y vender en el mercado, bonos, títulos u otras obligaciones de Gobierno libremente negociables.

La nueva ley reafirmó —como en la previa Ley No 7538 de 1931— la responsabilidad asignada al Banco Central de velar por la estabilidad monetaria y de “promover las condiciones crediticias y cambiarias, que conduzcan al desarrollo ordenado de la economía nacional.” Esta última función otorgada al BCRP incluía, entre otros, (i) “descontar los documentos de crédito líquidos y saneados de sus clientes (léase, bancos comerciales) y (ii) hacer préstamos directos, suficientemente garantizados por documentos de crédito admisibles al redescuento”. Esta normativa, entonces, preservó elementos la doctrina económica de los “fondos prestables” (*Real Bills doctrine*, en inglés), que en su versión clásica prescribe que la emisión monetaria, adecuadamente respaldada por activos reales, no contribuye a la inflación (Mints, 1945; Friedman & Schwartz, 1963).

REFERENCIAS

- Bardella, G. (1989). *Un Siglo en la Vida Económica del Perú: 1889-1989*. Banco de Crédito del Perú.
- Dornbusch, R. (1988). Overvaluation and Trade Balance. En R. Dornbusch y F. Leslie C.H. Helmers (Eds.) *The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries* (pp. 80-107). EDI Series in Economic Development. Oxford University Press.
- Estela, M. (1999). *El Banco Central: Su Historia y la economía del Perú 1821-1992. Tomos I, II y III*. Banco Central de Reserva del Perú.
- Fondo Monetario Internacional (1977). *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. IMF.
- Friedman, M. & A. J. Schwartz, C. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.
- IMF Archives (1948a). Supplementary Material on Peru in connection with the Preliminary Report of the Fund's Representatives, SM/188, 21 February, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF Archives (1948b). Report to Peru, SM/212, 2 April, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF Archives (1948c). Report of Fund Representative on Visit to Peru, SM/293, 1 Diciembre, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF Archives (1948d). The Peruvian Exchange Proposals, SM/268, 31 Agosto, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF Archives (1949). Peru: Recent Economic Developments, SM/375, 7 Julio, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF Archives (1958). Minutes of Executive Board Meeting, EBM/58/7, 7 Febrero, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Klein, J. (1949). Reforma Monetaria en el Perú *El Trimestre Económico*, 16(64), octubre-diciembre, 600-629.

- Krugman, P. (1994). Competitiveness: A Dangerous Obsession. *Foreign Affairs*, 73(2). marzo-abril, 28-44.
- Krugman, P. (1999). O Canada: A Neglected Nation gets its Nobel, en *Slate*, octubre 19. <https://slate.com/business/1999/10/o-canada.html>
- Marglin, S. A. & Schor, J. B. (1992). *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*. Oxford University Press.
- Mints, L. W. (1945). *A History of Banking Theory: In Great Britain and the United States*, University of Chicago Press.
- Pastor, G. (2014). Perú: Políticas Monetarias y Cambiarias 1930-1980. En C. Contreras (Ed.), *Compendio de Historia Económica del Perú V* (pp. 265-333). Lima: BCRP, IEP.
- Polak, J. J. (1957). Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems. *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 6(1), 1-50
- Seminario, B. & Beltrán, A. (1998). Crecimiento económico en el Perú, 1896-1995: nuevas evidencias estadísticas, Documento de Trabajo No 32, Universidad del Pacífico.
- Seminario, B. (2006). Los Regímenes Monetarios del Perú. *Moneda*, 133, 20-26.
- Seminario, B. (2015). *El Desarrollo de la Economía Peruana en la Era Moderna*. Universidad del Pacífico.
- Sociedad de Beneficencia Pública de Lima, Caja de Ahorros de Lima (1968). *Un Siglo al Servicio del Ahorro (1868-1968)*. Talleres Gráficos P.L. Villanueva.
- Tsiang, S. C. (1957). An Experiment with a Flexible Exchange Rate System: The Case of Peru 1950-1954, *Staff Papers (International Monetary Fund)*, 5(3), 449-476.
- Vargas, J. (1982). La Estructura del Mercado Bancario Comercial en el Perú. Un Análisis Histórico: 1950-1978. *Revista Ciencia Económica*, Universidad de Lima, IV (13-14), (julio-diciembre), 209-233.

CAPÍTULO 6

REFORMAS ECONÓMICAS Y GÉNESIS DE LA INFLACIÓN: 1963–1980

César Martinelli

Marco Vega

1. Introducción

El período 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,

reemplazando 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 (1919).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) sufre una transformación considerable en el período, 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 prelude la hiperinflación de la década de los ochenta.

En una perspectiva de largo plazo, el período 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 período 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 el Cuadro 6-1 resumimos los principales eventos económicos y políticos en el período como guía para la lectura. El resto del capítulo está organizado como sigue: en la sección 2 discutimos los antecedentes del período 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.

Cuadro 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 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 períodos de Gobiernos de carácter constitucional. Estos últimos estuvieron

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.

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 por la provisión de salud, educación, y obras públicas. Hubo también una demanda más grande por representación política, incluyendo la movilización de las clases medias, la mayor actividad sindical, y episodios de toma de tierras.⁷

³ Ver por ejemplo 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).

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.

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 período 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

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).

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 período 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. 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 aun 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

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

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 empleo”. Esta

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

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

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

¹² Véase también el Capítulo 10 del presente libro.

técnico del BCRP proveería al sector público peruano de profesionales con talento e ideas en momentos críticos durante el período reformista.

Una contraparte al equipo técnico en los debates de política económica en el período 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 Gobierno de Salvador Allende en Chile.¹³ La CEPAL, y el INP en el Perú, promovían una visión del desarrollo en América Latina que enfatizaba los problemas estructurales de oferta, por encima del balance fiscal y monetario.

El entorno internacional

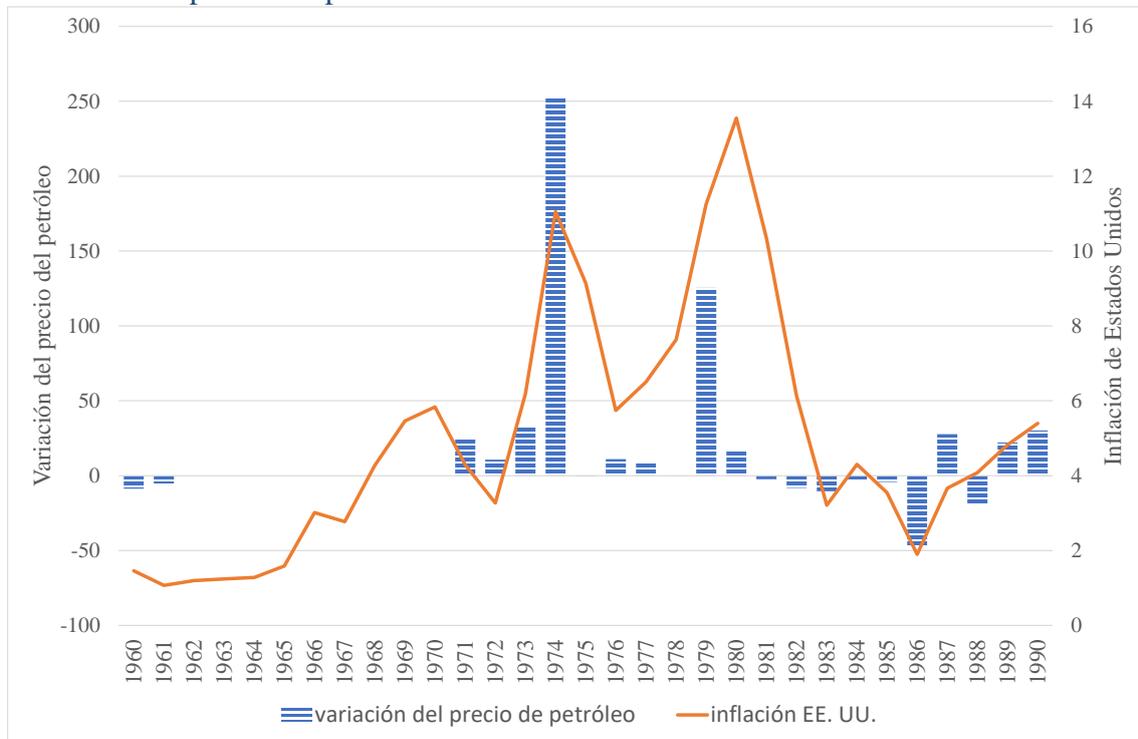
El entorno político internacional estuvo marcado por la Guerra Fría y el balance de poder mundial entre la visión democrática occidental y el sistema socialista imperante en la Unión Soviética, los dos frentes triunfadores de la Segunda Guerra Mundial. En términos de política pública general, las economías 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

¹³ Como lo recuerda Webb (2013).

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.

Gráfico 6-1
Variación del precio del petróleo e inflación de EE. UU.



Notas: 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*). Inflación de EE. UU. (Banco Mundial)

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 el 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 Diez¹⁴ por 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.

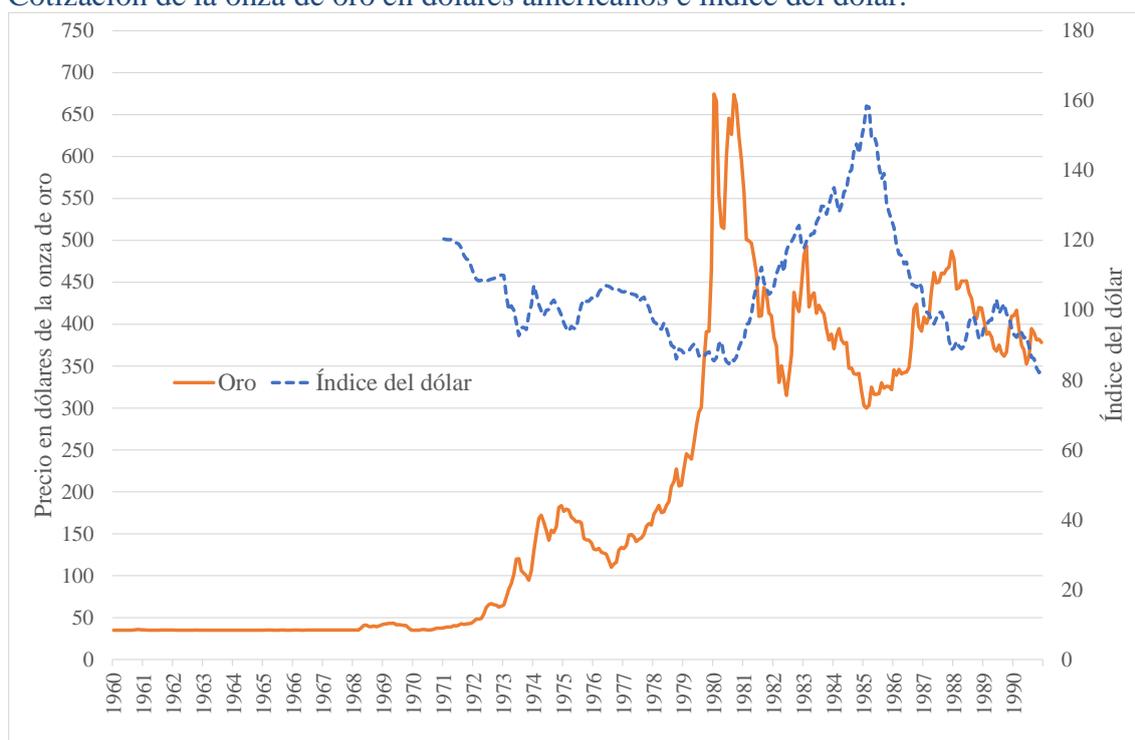
La corrección de los desbalances comerciales entre los países de mayor desarrollo industrial requería una devaluación del dólar frente a sus contrapartes. Hecho que se manifestó en la disminución del índice del dólar, como se puede apreciar en el Gráfico 6-2, durante todos los años de la década del setenta, 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 acomodaticamente 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 la Reserva Federal.

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, Holanda, Alemania, Suecia, Reino Unido y los EE. UU.

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), 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 período 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— generaron déficits recurrentes en la balanza de pagos, con su concomitante escasez de divisas.

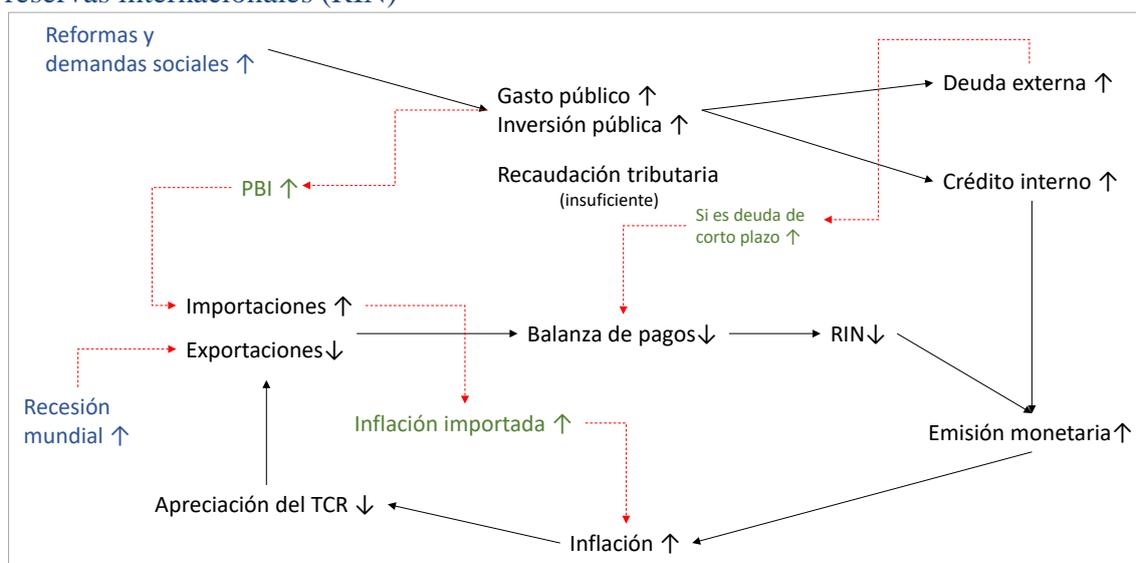
Esta situación de desequilibrio es —en principio— inflacionaria, pero también recesiva puesto que la disminución de divisas implica la reducción forzosa de importaciones, tanto de bienes de consumo como de capital, cruciales para la actividad económica. El Banco Central administraba el control de cambios, 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 renunciadas de presidentes del Banco.

Gráfico 6-3

Esquema de las presiones de financiamiento sobre el BCRP y los efectos en inflación y reservas internacionales (RIN)



Elaboración: Propia

El Gráfico 6-3 presenta un diagrama que describe el mecanismo de transmisión, a partir de una mayor presión de gasto e inversión pública, impulsadas por la necesidad de reformas sociales y de atender demandas de la población. El mayor desembolso, ante la insuficiente recaudación fiscal, requería de fuentes de financiamiento, las que podían proceder de endeudamiento interno o externo, por parte del fisco o directamente del BCRP. Este periodo coincide con una abundante liquidez internacional, proveniente de petrodólares que se aparcaron en bancos estadounidenses, y que los colocaron baratos a los países latinoamericanos. Por tanto, el endeudamiento externo era, de algún modo,

¹⁵ Y posteriormente también en la Ley Orgánica de 1968.

fácil y barato, al menos en un principio. La otra fuente de financiamiento fácil era recurrir a préstamos o líneas del Banco.

Sin embargo, el endeudamiento externo tiene límites, puesto que los acreedores veían más difícil prestar a un país que sostenía recurrentes déficits fiscales.¹⁶ En cambio, el financiamiento vía el Banco Central —en exceso— se convertía en emisión inflacionaria. La inflación producida, cada vez en aumento, generaba una reducción del tipo de cambio real que encarecía el valor de los bienes locales, en comparación con los extranjeros, efecto que presionaba negativamente sobre la balanza comercial y la de pagos. Esto, a su vez, desencadenaba en una reducción de reservas internacionales netas (RIN) del Banco Central hasta inclusive hacerla negativas.

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

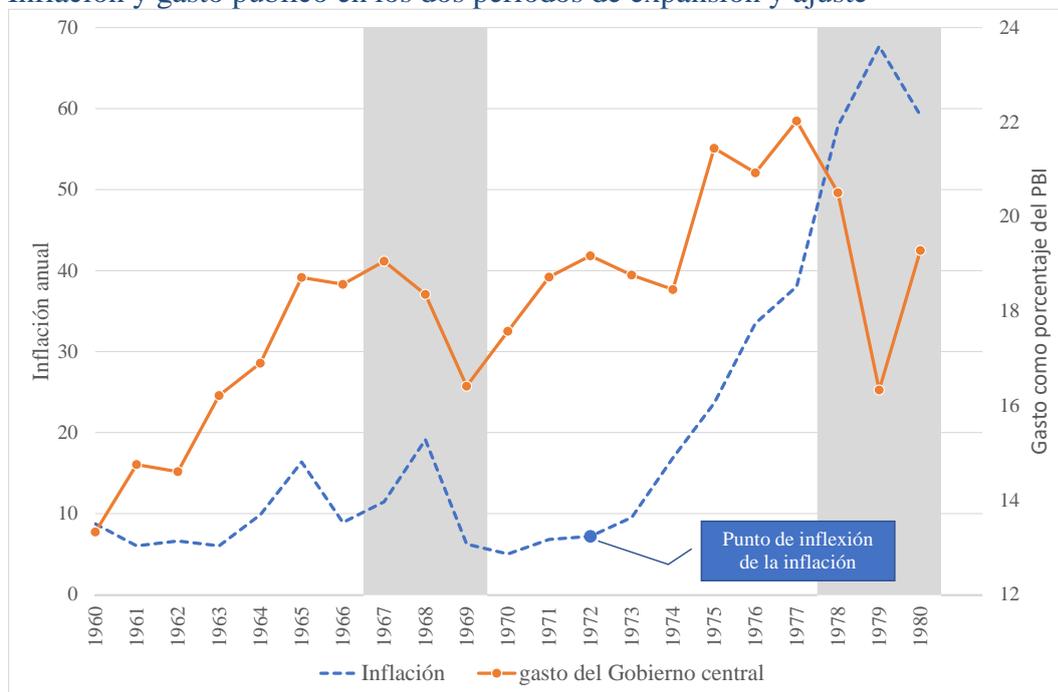
¹⁶ Ello tendía a sesgar los plazos de los créditos hacia el corto plazo, lo que aumentaba el desequilibrio externo aún más.

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

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.

Gráfico 6-4
Inflación y gasto público en los dos periodos de expansión y ajuste



Notas: El área sombreada representa los periodos de ajuste.

Fuente: BCRP y Oxford Latin American Economic History Database

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 media¹⁸, al compás de los ciclos de expansión y ajuste observados en las tres décadas previas. Es desde 1973 en la que empieza un ascenso inflacionario, a partir del 10% alcanzado en dicho periodo, dado que, en los 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 período de caída, cuando los proyectos mineros empezaron a rendir fruto.

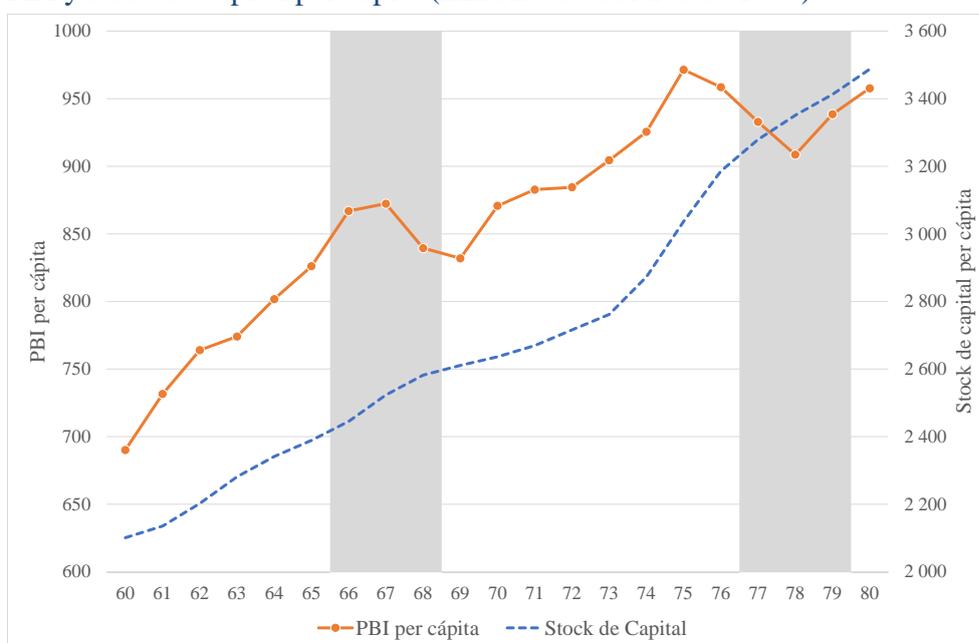
Existen diversas razones para el estancamiento de la economía a partir de los setenta. La disminución del PBI coincidió con el mencionado deterioro en los términos de intercambio para la economía peruana, ocasionado por el descenso en los precios de las exportaciones mineras. Sin embargo, como mostramos 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

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

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 período 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). *Stock* de capital revisado se toma de la Tabla VII-65, y el PBI se toma de la Tabla VII-54.

La evolución de la composición del Directorio del BCRP durante el período reformista, detallada en el Cuadro 6-2, es sintomática de los cambios institucionales. Hasta 1962, el BCRP era una empresa de propiedad mixta, con tres representantes de

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

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 cambiaria

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.

Cuadro 6-2

Composición del Directorio del BCRP en el período 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 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 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 de facto)	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):

[...] 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

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)

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 quien 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 (IMF, 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 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.

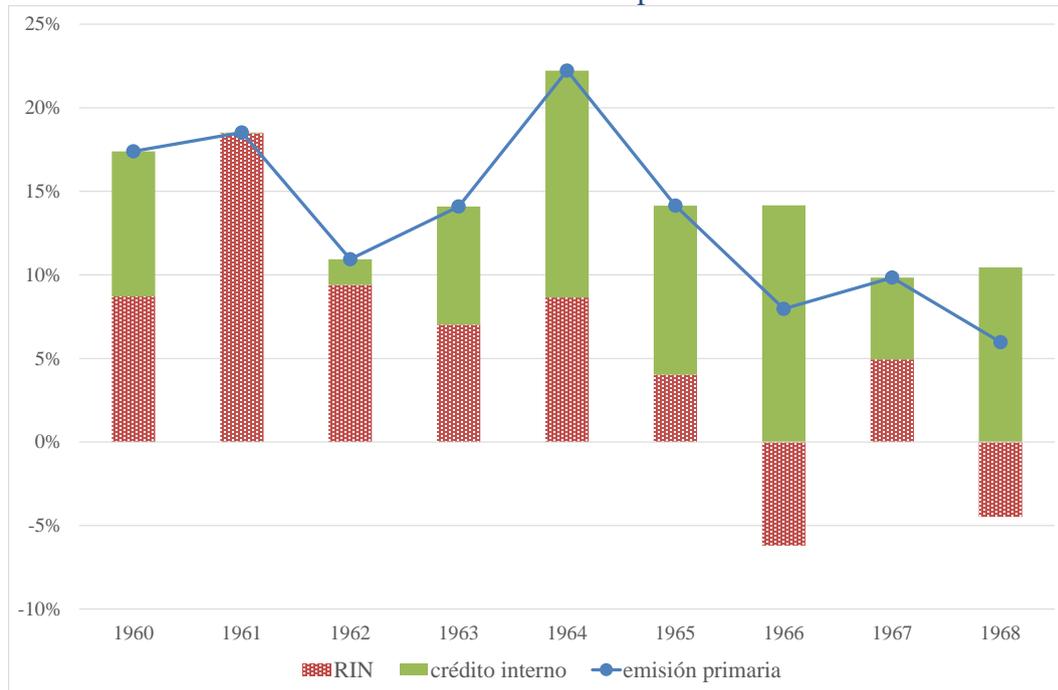
²¹ Por ejemplo, los bancos comerciales cumplían con los requerimientos de encaje cambiando sus tenencias de dólares por oro, el cual era un activo aceptable como encaje. Así, no disminuían necesariamente la velocidad de sus créditos en soles.

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 BCPR. Un año antes, en 1965, dicho crédito del BCRP había sido solo de 667 millones (Banco Central de Reserva del Perú, 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

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.

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 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 (Banco Central de Reserva del Perú [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

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

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 mega devaluación de setiembre hacia bienes no transables.

El Cuadro 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 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 pre devaluatoria. Es decir, a pesar del sesgo expansivo que imprimía el Ejecutivo²⁷, el BCRP aún tuvo autonomía relativa para poder emprender una política monetaria antiinflacionaria.

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.

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,

Cuadro 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:Ago.67	0,8	-			
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

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

Baer (1967) por ejemplo, predijo erradamente que una “inflación galopante” no se produciría en la región.

ajuste. A fines de marzo 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, y se inicia 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, 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 líneas arriba, 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

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.

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 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 el Cuadro 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. (2019) muestra que la mayor parte de las expropiaciones ocurrieron en el período 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.

³² Ver Cleaves y Pease-García (1985).

³³ Ver Hunefeldt (1997).

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.

Cuadro 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, y durante 1985-1990; 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 1990.
1974	Pesca	Nacionalización del sector y creación de Pescaperú.	Privatizaciones en los años 1990.
1970, 1974	Prensa y TV	Nacionalización de periódicos y canales de TV.	Devolución a propietarios en los 1980.

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

³⁴ Ver Torres (1982).

³⁵ Según cuenta Nogues (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.

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 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 Chile³⁹. Como comparación, en los tiempos actuales, lo que se emplea en este gasto es un poco menor al 2% del PBI en ambos países.

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)

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; también se designó presidente del Directorio del BCRP al doctor Emilio Barreto.⁴⁰ En el periodo de octubre a marzo 1969 abandonaron el Banco varios técnicos de alto nivel, de la era belaudista 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

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.

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 tiene como objetivo principal no solo el crecimiento del crédito bancario, sino también “la democratización y el 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

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.

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 a 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

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.

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 el Cuadro 6-5. La idea era reorientar más el crédito bancario a sectores como la 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.

Cuadro 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 del 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 tanto el financiamiento interno como 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, en que 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, 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

⁴⁴ En la Memoria de 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).

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.

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%.

⁴⁵ Zapata (2018).

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

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 mega devaluación 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.

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 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 de 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.

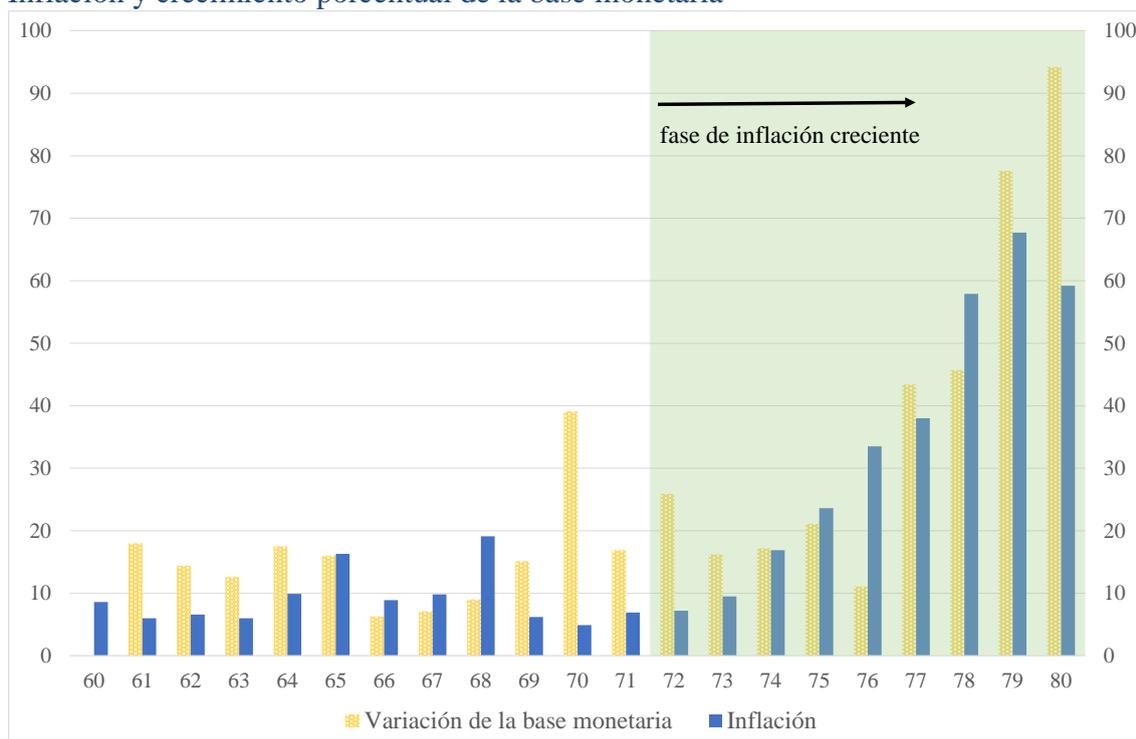
⁴⁷ En mayo se llevó a cabo una huelga general de la CGTP por dos días.

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

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.

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 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 desastros 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, 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

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

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 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*. Ediciones 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 (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 Ha-Joon 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*. Banco Central de Reserva del Perú.
- 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, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (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.
- 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 case of Peru. En T.J.Kehoe & J.P. Nicolini (Eds.), *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960–2017*. 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*. Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas.

- Nogues, J. (1986). An historical perspective of Peru's trade liberalization policies of the 80s. Banco Mundial, Documento de Discusión DRD168.
- Olson, M. (1991). Autocracy, democracy, and prosperity. En R. Zeckhauser (Ed.), *Strategy and Choice* (pp. 131–59). MIT.
- 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>
- 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? Una revelación. (1963, setiembre). *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. *Revista 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.

Página en blanco

CAPÍTULO 7

DE LA INFLACIÓN MODERADA A LA INFLACIÓN INERCIAL

Carlos Parodi

1. Contexto General

El año 1980 significó el retorno del Perú a la democracia luego de doce años de dictadura militar. En 1977, el Gobierno del General Francisco Morales Bermúdez convocó a una Asamblea Constituyente de cien representantes elegidos por el voto popular, cuyo objetivo era redactar una nueva constitución política que reemplazara a la entonces vigente, que había sido promulgada en 1933. La nueva Constitución fue aprobada el 12 de julio de 1979. De esta manera, las elecciones generales de 1980 se llevaron a cabo bajo el marco de la Constitución de 1979.

Belaúnde Terry de Acción Popular (AP) obtuvo 45,4% de los votos válidos y fue electo presidente de la república para el período 1980-85. Asumió el mando el 28 de julio de 1980 y en ese acto promulgó la nueva constitución. AP gobernó en alianza con el Partido Popular Cristiano (PPC), lo que le aseguró mayoría en ambas Cámaras del Congreso (Senado y Diputados).

La Constitución de 1979 establecía, en el régimen económico, que el Estado garantizaba el pluralismo económico, pues aceptaba diversas formas de propiedad y empresa: privada, estatal, cooperativa, autogestionaria y comunal (artículo 112); la iniciativa privada era libre y se ejercía dentro de una economía social de mercado (artículo 115). De ahí que se tratara de una economía mixta, dado que en el artículo 113, se hacía

explícito que se permitía la actividad empresarial del Estado con la finalidad de brindar servicios públicos y alcanzar los objetivos de desarrollo. Luego de un Estado planificador de los doce años de dictadura militar, la tarea del Gobierno democrático era iniciar su gestión bajo el nuevo entorno institucional legalmente establecido por la Constitución.

En la década previa, Argentina, Chile y Uruguay habían transitado por el mismo camino, pero dentro de Gobiernos militares. El reto del Gobierno democrático de Belaúnde era distinto, pues tenía que tomar en cuenta las posibles reacciones de los diversos grupos de presión de la sociedad, tanto positivas como negativas. El resultado fue una aplicación, al menos en principio, más gradual de los principios liberales. Manuel Ulloa, ministro de economía y finanzas, dejó en claro que el excesivo crecimiento estatal no había traído mejoras en la calidad de vida de la población, sino todo lo contrario, lo que evidenció al comparar indicadores económicos y sociales entre 1969 y 1979.

2. Autonomía del Banco Central de Reserva: el marco institucional

La Constitución de 1979 fue la primera en establecer una economía social de mercado, que lleva de manera implícita la idea de un banco central autónomo que garantice la estabilidad monetaria. De acuerdo con Monteagudo (2005)

La independencia o autonomía es funcional, en el sentido que sus decisiones no están sujetas a confirmación ni modificación del Legislativo o Ejecutivo. También es política por cuando la constitución garantiza la estabilidad de los miembros de su directorio. En lo financiero, la independencia del Banco Central supone que este cuente con autonomía para definir su presupuesto, sin la intervención del Congreso. Otro elemento crucial para la autonomía del Banco Central es la prohibición del financiamiento al tesoro, lo que marca, como principio general, la separación entre la actividad fiscal y monetaria. (p. 32).

El capítulo VI de la Constitución de 1979 titulado “De la moneda y la banca”, establecía, en el artículo 148, que la “ley determina el sistema monetario de la República. La emisión de billetes y monedas es facultad exclusiva del Estado. La ejerce por intermedio del Banco Central de Reserva del Perú”. Definía al Banco Central de Reserva (BCRP) como una persona jurídica de derecho público con autonomía dentro de la ley. Establecía sus funciones: regular la moneda y el crédito del sistema financiero, defender la estabilidad monetaria, administrar las reservas internacionales y las demás que señala la ley. En el artículo 150 se señalaba que el Banco podía efectuar operaciones y convenios de crédito para cubrir desequilibrios transitorios de la posición de reservas internacionales

del país. Un artículo posterior determinaba que el directorio estaba compuesto por siete miembros, cuatro de los cuales, entre ellos el presidente, eran designados por el Poder Ejecutivo. El Senado los ratificaba y nombraba a los otros tres.

El BCRP se regía por la Ley Orgánica 13958, promulgada el 30 de enero de 1962, que establecía que la mencionada legislación normaría el funcionamiento del Banco Central por los siguientes veinte años. Veamos algunos artículos para analizar la labor del BCRP durante el gobierno de Belaúnde (1980-85).

En primer lugar, señalaba que “la finalidad del Banco Central es preservar, con el apoyo de las políticas fiscales y económicas adecuadas, la estabilidad monetaria y promover las condiciones crediticias y cambiarias que conduzcan al desarrollo ordenado de la economía nacional” (artículo 1). Por lo tanto, no tenía como objetivo único el control de la inflación, sino que abría el escenario a diversos objetivos que podían interpretarse de diferente modo.

En segundo lugar, la ley establecía que el BCRP era autónomo y sus funciones eran regular el volumen de crédito bancario y administrar las reservas internacionales oficiales del país (artículo 1), pero la ley no eliminaba de manera explícita la posibilidad del financiamiento de los déficits fiscales. Orrego (2007) indica que “esta noción de autonomía no eliminó la dependencia del sector público del financiamiento del banco” (p. 18). Tampoco impedía el financiamiento de bancos de fomento.

En tercer lugar, con el golpe de Estado de 1968, se modificó la Ley Orgánica del BCRP, pues durante el período de los regímenes militares, todos los directores fueron nombrados por el Gobierno. En 1970 se creó el Consejo de Política Monetaria, como una instancia separada del BCRP, que se encargó de planear y conducir la política monetaria del país. En la práctica, las funciones del BCRP fueron asumidas por este otro ente, que dictaba en cuánto crecería el crédito en los sectores que el Gobierno quería fomentar. Así, la política monetaria se acomodó a los objetivos gubernamentales de la industrialización.

En cuarto lugar, la autonomía retornó con la Constitución de 1979, pero como señala Orrego (2007)

[...] fue un intento frustrado por darle mayor autonomía al Banco. Al menos dos razones podrían explicar este punto. En primer lugar, no se concretó la idea de la autonomía dentro de la ley, dado que cualquier norma podía alterar el comportamiento del Banco. En segundo lugar, no se prohibió el financiamiento al fisco. (p. 21)

Esta injerencia del Gobierno en el manejo de la política monetaria de la entidad emisora aceleraría la inflación. Además, una serie de normas promulgadas entre 1968 y 1980 alteraron el marco de interpretación de la autonomía del BCRP.

En realidad, el BCRP tuvo una autonomía *de jure*, pero no *de facto*. Por un lado, el financiamiento de los déficits fiscales con emisión, y por otro, el sistema de minidevaluaciones (también llamado como régimen cambiario reptante o *crawling peg*), que obligaba al BCRP a comprar los dólares de los exportadores, y, por ende, emitir moneda nacional, determinaron una autonomía en la ley, pero no en los hechos. Y eso explicó, en gran parte, la trayectoria de la inflación en el quinquenio.

Durante el período 1980-85, Richard Webb fue el presidente del BCR, mientras que sus directores fueron Javier Otero, Roberto Abusada, Felipe Cebrecos, Jorge Celicic, Eduardo Montero y José Morales.

3. Panorama del período 1980-85

El Cuadro 7-1 presenta la evolución de los indicadores macroeconómicos entre 1981 y 1985. En primer lugar, el PBI subió durante 1980-81 para luego experimentar una caída de 11,8% en 1983 y una recuperación en 1984. El promedio anual del período fue -0,1%. En segundo lugar, el PBI por habitante mostró una tendencia similar, de modo que, en este caso, el promedio fue de -2,4% anual. Como puede apreciarse, 1983 fue el año de peores resultados del quinquenio. En tercer lugar, la inflación, entre 1981 y 1985, se mantuvo por encima de 70% anual y superó la barrera de los tres dígitos desde 1983. En cuarto lugar, tanto la emisión primaria como el aumento del tipo de cambio (devaluación) presentaron crecimientos insostenibles, y fueron las causas centrales de la evolución de la inflación. En quinto lugar, tanto el déficit fiscal como el externo se incrementaron hasta 1982. Ambos se redujeron entre 1983 y 1985.

¿Por qué no se logró reducir la inflación? ¿Era el BCRP autónomo para poder determinar el ritmo de crecimiento de la emisión monetaria? ¿Qué pasó en 1983 para experimentar un deterioro brusco del comportamiento de la economía?

Cuadro 7-1
Indicadores macroeconómicos 1981-85

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	Promedio 81-85
	Variaciones porcentuales						
PBI	5,2	5,1	-0,6	-11,9	5,1	2,8	-0,1
PBI por habitante	2,4	2,5	-3,0	-14,0	2,7	0,6	-2,4
Inflación	60,8	72,7	72,9	125,1	111,5	158,3	105,6
Devaluación	29,2	44,4	65,8	34,8	120,1	245,6	89,7
Emisión primaria	76,2	47,2	17,1	96,8	92,7	530,6	110,4
Términos de intercambio	1,5	-12,0	-8,1	4,8	-6,0	-7,8	-6,0
	Como % del PBI						
Déficit fiscal	-3,9	-6,6	-7,6	-10,4	-6,6	-2,7	-6,8
Déficit cuenta corriente	-1,9	-10,2	-9,4	-5,8	-1,4	0,7	-4,9
Deuda pública externa	29,3	24,7	27,3	42,5	48,6	62,9	41,2

Fuente: Guevara (1999, p. 49)

El Cuadro 7-2 presenta la información de la evolución de los componentes de la demanda agregada. La última fila muestra el promedio simple del período. El PBI disminuyó, como promedio anual en 0,1%, explicable por la caída de la inversión de 0,4% anual, reflejo de la disminución de la capacidad productiva de la economía, que llevó a una menor producción. Las exportaciones también se redujeron en 0,4% anual, mientras que las importaciones experimentaron un ligero crecimiento de 0,6% anual

Los cuadros 7-1 y 7-2 muestran que el quinquenio puede dividirse en dos períodos: 1980-82 y 1983-85. El punto de inflexión fueron dos choques exógenos: por un lado, la recesión económica mundial y la posterior crisis de la deuda de 1982-83, que determinó la década perdida para América Latina, y por otro, el Fenómeno del Niño de 1983.

Cuadro 7-2:
Demanda agregada: Tasas de crecimiento (variaciones porcentuales)

	PBI	Consumo	Inversión	Exportaciones	Importaciones
1980	5,2	6,4	44,6	-11,6	36,4
1981	5,1	2,7	24,1	0,2	18,7
1982	-0,6	1,0	-8,8	11,6	1,5
1983	-11,9	-4,9	-39,1	-11,6	-25,6
1984	5,1	3,2	-8,1	5,3	-19,5
1985	2,8	4,2	-14,9	3,5	-7,7
Promedio	-0,1	2,1	-0,4	-0,4	0,6

Fuente: BCRP (1990, p. 139)

4. La herencia recibida y antecedentes

Manuel Ulloa fue nombrado por el presidente Belaúnde en la presidencia del Consejo de Ministros y en el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) en 1980, mientras que hizo lo propio con Richard Webb en el cargo más alto del BCRP para el período 1980-85. En su mensaje al Congreso de 1980, Ulloa señaló que la inflación se había originado por los masivos déficits fiscales, incurridos por el Gobierno a lo largo de la década de los setenta (Ulloa, 1980), el exceso de gastos sobre ingresos del sector público había originado un crecimiento de la deuda pública externa. El diagnóstico era claro: la inflación, como problema central de la economía era una consecuencia de un exceso de demanda, originado en el aumento del gasto público. En 1979, el déficit fiscal fue de 1% el PBI y la economía mostraba un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 6,1% del PBI (véase Cuadro 7-3).

Cuadro 7-3
Situación heredada (variaciones porcentuales)

	1979	1980	Promedio 76-80
PBI	5,8	5,2	2,7
PBI por habitante	3,1	2,4	0,0
Inflación	66,7	60,8	54,9
Devaluación	31,2	29,2	46,5
Emisión primaria	106,0	76,2	58,7
Términos de intercambio	22,6	1,5	-1,0
Déficit fiscal (% del PBI)	-1,0	-3,9	-5,6
Déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (% del PBI)	6,1	-1,9	-3,0
Exportaciones (millones de US dólares)	3 719	3 951	2 556
Importaciones (millones de US dólares)	1 954	3 090	2 175

Fuente: Guevara (1999, p. 45)

Existe un problema en el diagnóstico del ministro, que puede plantearse así: ¿Cómo podía persistir la inflación si, en 1979, el déficit fiscal apenas había sido de 1% del PBI y existía superávit externo? Algo más debía dar razón de ese hecho. Considero que las explicaciones se encuentran en el sistema cambiario, y en el financiamiento del déficit fiscal por parte del BCRP.

El BCRP tenía un sistema cambiario “fijo pero ajustable” (*crawling peg* como se conoce en inglés). El tipo de cambio era determinado por el BCRP, pero podía dejarlo fluctuar dentro de una banda de valores, lo que le permitía aumentarlo al ritmo de la inflación. El BCRP recibía los dólares de los exportadores y los cambiaba a soles, que era

la moneda que recibían los exportadores. Ahora bien, la emisión no estaba limitada a alguna meta inflacionaria. Por ello, un eventual *boom* exportador, tal como el ocurrido entre 1979 y 1980, generó grandes necesidades de emisión de moneda nacional para que el BCRP compre los dólares de los exportadores. En consecuencia, la economía peruana atravesó una espiral de devaluación e inflación que no se pudo romper. Cada encarecimiento del tipo de cambio elevaba los precios, y ello obligaba a una nueva alza del tipo de cambio, lo que podía ocurrir sucesivamente. El otro factor que incidió en la inflación fue el financiamiento monetario del déficit fiscal.

Primero, entre febrero de 1979 y julio de 1980, se aplicó un sistema de minidevaluaciones preanunciadas por debajo de la inflación interna. El BCRP subía el tipo de cambio, pero por debajo del crecimiento de los precios: el resultado fue un tipo de cambio atrasado. El objetivo era usar al tipo de cambio como un ancla antiinflacionaria, pero las expectativas de los agentes económicos respecto de los futuros mayores tipos de cambio, hacían que adelantaran en precios.

Segundo, para que el anticipo de precios pueda ocurrir, tenía que incrementarse la emisión por parte del BCRP (asumiendo constante la velocidad de circulación del dinero). Esto ocurrió debido a la monetización de las reservas en medio del *boom* exportador durante el período mencionado. En un sistema cambiario fijo, como se dijo, el BCRP compra los dólares a los exportadores y le entrega moneda nacional, al tipo de cambio establecido por el mismo BCRP. El auge exportador del bienio 1979-80 generó la monetización del brusco aumento de las exportaciones y, por ende, llevó a una gran emisión de soles para comprar los dólares. El sistema cambiario presionaba sobre la emisión, y que, a su vez, mantenía alta la inflación.

Por eso, a pesar de la contracción de la demanda, producto del ajuste establecido por Ulloa, la inflación no bajaba o lo hacía de manera gradual (véase en el Cuadro 7-1, el crecimiento de la emisión primaria en 1981-82). El costo social era alto, debido a la reducción del PBI. Más aún, el déficit fiscal no bajó, sino todo lo contrario, y su tendencia fue alcista.

5. ¿Ajuste ortodoxo?¹

El programa económico de Ulloa era ortodoxo y se dividió en dos grupos de medidas: por un lado, aquellas relacionadas con la estabilización, cuyo objetivo era cerrar las brechas, tanto fiscal como externa y, por otro, las reformas estructurales, que buscaban transformar la economía hacia el mercado y la apertura al mundo.

Las medidas de estabilización se basaron, en primer lugar, en una contracción de la demanda para abatir la inflación. Los componentes fueron, por un lado, la reducción del gasto público y, por ende, del déficit fiscal y, por otro, el control monetario por parte del BCRP. En segundo lugar, el aumento del tipo de cambio fijo, pero ajustable por el BCRP (devaluación) para incentivar las exportaciones y reducir las importaciones, Ambas tendencias disminuirían la brecha externa, medida por el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Las reformas en favor del libre mercado significaron, por un lado, liberalizar las importaciones a través de la reducción de aranceles. El objetivo era aumentar la eficiencia de los productores nacionales; y, por otro, abrir las puertas a la inversión extranjera. También se tomaron medidas para liberar las tasas de interés, y eliminar las restricciones a la asignación del crédito por parte del sector privado. La meta era pasar de un Estado grande e ineficiente a uno pequeño pero efectivo.

Cuadro 7-4

Precios controlados, no controlados e inflación (variaciones porcentuales)

	1980	1981	1982	1983	1984	Ene-jul 85
Precios controlados	33,4	99,2	77,6	160,5	129,0	98,7
Precios no controlados	68,2	67,0	71,7	115,8	105,9	83,9
Inflación	60,8	72,7	72,9	125,1	111,5	87,6

Fuente: Paredes y Pasco-Font (1991, p. 216)

En la medida que, tanto la brecha fiscal como la externa estaban casi cerradas (véase Cuadro 7-1), el objetivo pasó a ser el control de la inflación. En este aspecto, existían dos tipos de precios: los controlados o manipulados por el Gobierno y los no controlados o dejados al mercado. De acuerdo con Parot y Rodríguez (1988), el 22% de los precios de los bienes y servicios que conformaban la canasta, a partir de la cual se

¹ Las diferencias entre los enfoques ortodoxo y heterodoxo se desarrollan más adelante.

calculaba la inflación, eran precios controlados, mientras que el 78% eran libres. El Cuadro 7-4 presenta la evolución de ambos durante el período 1980-85.

Ulloa denominó “desembalses” a los aumentos de los precios controlados, por lo que el término suponía que existía un “embalse artificial” en ellos; el control de precios implicaba otorgar subsidios a las empresas productoras, lo que elevaba el déficit fiscal financiado con emisión monetaria del BCRP. El Cuadro 7-5 presenta la evolución de las cuentas fiscales.

Cuadro 7-5

Indicadores del sector público no financiero (porcentaje del PBI)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Ingresos corrientes	44,9	38,9	40,5	44,9	41,0	45,2
Gastos corrientes	42,4	38,3	40,6	47,4	40,1	41,9
Ahorro público	2,5	0,6	-0,1	-2,5	0,9	3,3
Ingresos de capital	0,5	0,7	1,2	0,9	0,6	0,4
Gastos de capital	6,9	7,9	8,7	8,8	8,1	6,3
Resultado económico	-3,8	-6,6	-7,6	-10,4	-6,6	-2,7

Fuente: BCRP (1990, p. 175)

Si el objetivo fue reducir el déficit fiscal a través de una reducción del gasto público, no se logró a lo largo de los cinco años (véase la última fila del Cuadro 7-5). No solo eso, sino que la inflación tampoco se controló (véase Cuadro 7-4). Factores políticos y el Fenómeno del Niño de 1983 fueron determinantes para dificultar la reducción del déficit fiscal.

¿Y cómo caracterizó Webb, presidente del BCRP, el problema de la inflación? En una exposición televisada del 27 de febrero de 1981 y recogida por el BCRP (1982) sostenía que, “[...] esta crisis inflacionaria, únicamente la podemos resolver juntos – empresarios, trabajadores y Gobierno– poniéndonos todos de acuerdo sobre metas de aumento de precios y salarios”; seguía: “la inflación, podríamos decir, es un estado de guerra económica, en la cual cada grupo combate o se defiende subiendo sus precios” (p. 9).

Webb coincidía con Ulloa en el origen de la inflación: el déficit fiscal financiado con emisión monetaria del BCRP. Agregaba otras cuatro razones: la inflación importada, pues originaba una elevación de los costos de los productos importados, que eran trasladados a los precios que pagaba el consumidor final; la monetización del *boom*

exportador, debido al tipo de cambio fijo; las expectativas que los precios iban a seguir subiendo; y el desembalse de los precios controlados (véase Cuadro 7-4); sobre este último punto señalaba lo siguiente: “El problema de fondo, como podemos ver, es que el control de precios es artificial, a menos que se logre controlar también los costos. Y eso implica, a su vez, detener la inflación, no de unos cuantos productos, sino en general” (BCRP, 1982, p. 10).

En la visión de Webb (BCRP, 1982), para derrotar a la inflación, primero había que descartar qué métodos no servirían (p. 10). Primero, el control de precios; luego, “el segundo método que no se debe aplicar es el de limitarse a reducir la disponibilidad de dinero o de crédito o, como algunos dirían, ponerle candado a la maquineta del banco central”. Entonces presenta la solución:

Ni la restricción monetaria sola, ni el control de precios solo, son métodos para frenar la inflación. Más bien, hay que hacer las dos cosas juntas. Pero el control de precios no puede ser un control solo por el Estado. El esfuerzo tiene que ser de todos juntos—Estado, obreros y empresarios— por la simple razón que en un país democrático el Estado no tiene suficiente injerencia en la vida diaria de cada ciudadano para controlar realmente los precios, (BCRP, 1982, p. 10-11)

Entonces abogaba por una cooperación voluntaria para resolver el problema de la inflación.

La idea se materializaría en cinco medidas. Primero, el control de la liquidez; segundo, la concertación que implicaba el acuerdo tripartito para controlar los precios; tercero, determinar tasas de interés que incentiven el ahorro; cuarto, aumentar el grado de competencia y quinto, incrementar la producción. La primera medida era razonable, pero la segunda y la tercera eran de difícil implementación. Con el beneficio que permiten los años transcurridos, la evidencia empírica muestra que había que dejar que el BCRP determinara una meta inflacionaria combinada con un sistema cambiario de flotación administrada. Debía dejar de fijar el tipo de cambio.

Sin embargo, en el mismo discurso indicó que:

[...] el control de la cantidad de dinero en el país [...] dependerá de que el Gobierno solo gaste lo que le ingrese y no trate de gastar excesivamente. Cuando el Gobierno se excede en el gasto, la diferencia la tiene que cubrir, sea con dinero nuevo fabricado por el Banco Central, sea con préstamos del extranjero. Cualquiera de estas dos formas de cubrir el déficit, pueden ser causa de inflación de tipo monetario. (BCRP 1982, p. 11)

Más adelante señalaba que “en el Banco hemos decidido limitar rigurosamente el crédito al Gobierno este año, para poder aprovechar la capacidad crediticia del país en apoyo de la recuperación de la capacidad productiva” (BCRP 1982, p. 11)

Sin embargo, las expectativas hacían que todos los agentes económicos aumentaran sus precios antes que los otros. Esta especie de inercia, que Webb llamó círculo vicioso, solo se terminaría, en su opinión, con la comisión tripartita, que agruparía representantes del Gobierno, trabajadores y empresarios. La idea era que concertaran y controlaran los precios. La instancia fue creada por el Ministerio de Trabajo y presidida por el entonces titular de dicha cartera, Alfonso Grados.

¿Qué se puede concluir? En primer lugar, Webb y Ulloa coincidían en que la inflación estaba originada por el déficit fiscal financiado con emisión del BCRP. En segundo lugar, Webb era de la idea de limitar y no eliminar el financiamiento monetario del BCRP. En tercer lugar, también buscaba controlar precios, pero no como un proceso de fijación desde el Gobierno, sino a través de acuerdos entre Estado, empresarios y trabajadores. Una idea figurada de cómo ponerse de acuerdo en cuánto elevar los precios cada mes.

Dos ejemplos del financiamiento del BCRP del déficit fiscal son los siguientes, En primer término, en la Memoria de 1983 (BCRP, 1984), se señala que:

[...] en cuanto al financiamiento interno [del déficit fiscal], una parte provino de bonos de reconstrucción y de otras fuentes que no afectaron la emisión monetaria, pero alrededor de dos tercios fueron provistos por el Banco Central de Reserva, que se vio obligado a otorgar ese apoyo al fisco ante la drástica reducción de recursos tributarios (p. 41)

En segundo orden, en la Memoria de 1982 (BCRP ,1983), se sostiene que el exceso de gasto se debió a las empresas públicas, que no fueron austeras, a pesar de que el Gobierno central sí lo fue; “el apoyo [financiamiento] interno cubrió el 25% restante y provino, principalmente del sistema bancario, en particular el Banco Central de Reserva y del Banco de la Nación” (p. 29).

En una exposición en el Coloquio Peruano Alemán sobre economía social de mercado, realizada el 17 de octubre de 1981, Webb señaló que debía fijarse la tasa de interés:

El Banco Central tiene la responsabilidad de fijar las tasas de interés. Aunque la Constitución no le otorgó explícitamente esta facultad, lo responsabilizó de la regulación del crédito, lo que significa fijar el monto o volumen de crédito en el país y asignarlo entre la población. Por eso, nuestra interpretación fue lógica: es imposible regular la cantidad de algo, sin poder a su vez regular sus precios. Ese es el caso del crédito (BCRP 1982, p. 25-26).

En la misma presentación, Webb mencionó que

[...] la regulación o control de la oferta monetaria por sí sola no es suficiente para garantizar la estabilidad ni para evitar o reducir un proceso inflacionario. Con esas palabras estoy confesando que no soy un monetarista puro, y que creo que hay otras fuerzas y otros mecanismos en la economía que actúan sobre los precios, independientemente del factor monetario. (BCRP, 1982, p. 26).

Aparecían otra vez algunos elementos de la inflación inercial, que desarrollaremos más adelante. Según Webb, era una tendencia continental, pues sostuvo lo siguiente: “me aventuro a decir, además, que esta interpretación es, hoy, la más común entre quienes dirigen los Bancos Centrales en otros países”. (BCRP, 1982, p. 26)

¿Cómo se financió el déficit fiscal? El Cuadro 7-6 presenta la información. Mientras que, en 1980, el financiamiento provino en un 92,9% de fuentes internas, el porcentaje bajó hasta 16,9% en 1982. El financiamiento externo (deuda) aumentó de 34,1% del total en 1981 a 83,1% en 1982. Del total del financiamiento interno, el BCRP explicó, en promedio la tercera parte entre 1981 y 1984.

Cuadro 7-6

Financiamiento del sector público no financiero (porcentaje)

	1980	1981	1982	1983	1984
1. Externo	7,1	34,1	83,1	56,7	77,5
2. Interno	92,9	65,9	16,9	43,3	22,5
BCRP	107,1	38,3	38,3	31,0	42,1
Déficit fiscal (% del PBI)	-3,8	-6,6	-7,6	-10,4	-6,6

Fuente: BCRP (1983, 1984, 1986)

La otra brecha que el Gobierno pretendía cerrar era la externa y el Cuadro 7-7 presenta la información. Como primer punto, las exportaciones experimentaron una reducción de 15,9% entre 1980 y 1982, mientras que las importaciones crecieron en 20,5% en el mismo período. Como consecuencia, disminuyó el cociente exportaciones a PBI y se elevó el de importaciones a PBI. Estos hechos, más el creciente pago del servicio de deuda pública externa, abrió el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 0,6% del PBI en 1980 a 9,4% en 1982.

Cuadro 7-7

Indicadores del sector externo 1980-85 (millones de US dólares y porcentaje del PBI)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Exportaciones	3 916	3 249	3 293	3 015	3 147	2 978
Importaciones	-3 090	-3 082	-3 722	-2 722	-2 140	-1 806
Balanza Comercial	826	-553	-429	293	1 007	1 172
Exportaciones / PBI	24,1	19,2	19,2	20,0	19,9	17,5
Importaciones / PBI	19,0	22,4	21,7	18,1	13,6	10,6
Servicio deuda /PBI	28,6	45,8	36,7	20,1	17,4	16,3
Brecha externa	-0,6	-10,2	-9,4	-5,8	-1,4	0,7

Fuente: BCRP (1990, p. 157, 160)

En enero de 1981 ocurrió el primer desembalse, concepto que aludía a soltar los precios controlados para reducir los subsidios a las empresas públicas, que vendían por debajo del costo de producción. En paralelo, la reducción de aranceles, como parte de la liberalización de las importaciones, disminuyó la recaudación por ese concepto, lo que indujo menores ingresos tributarios, mayor déficit fiscal y mayor necesidad de financiamiento por parte del BCRP. Además, la decisión presidencial de aumentar la inversión pública elevaba aún más el déficit público.

6. 1982: el cambio del entorno económico externo

El entorno económico externo cambió de favorable (1979-80) a desfavorable desde 1981, y los supuestos del programa de Ulloa quedaron invalidados. El Cuadro 7-8 muestra la reversión. Primero, el crecimiento económico mundial pasó de 2,1% en 1980 a 0,2% en 1982; Segundo, los precios del cobre, plomo y plata disminuyeron en el mismo período en 32,4%, 50,6% y 61,5%, respectivamente.

No solo eso, sino que en 1982 estalló la crisis de la deuda, que determinó la década perdida para América Latina. En esencia, la crisis fue de sobreendeudamiento: dadas las condiciones de la economía mundial. América Latina implementó, en los años setenta, una estrategia de crecimiento basada en endeudarse. Al cambiar esas condiciones, las obligaciones se hicieron impagables, y los países tuvieron que ajustarse. Durante la década de los setenta, América Latina financió su déficit fiscal con deuda pública externa, que creció de US\$ 42,8 miles de millones de dólares en 1973 a US\$ 260,7 en 1982. La región tenía el 63,8% del total de la deuda de los países en desarrollo. (Ffrench Davis 1994, p. 71).

Cuadro 7-8
Entorno económico mundial

	1980	1981	1982
Crecimiento mundial (en %)	2,1	1,4	0,2
Crecimiento América Latina (%)	5,9	1,5	-0,9
Cobre (US \$ por libra)	98,83	79,04	66,80
Plomo (US \$ por libra)	41,19	32,90	20,33
Zinc (US \$ por libra)	34,37	38,38	33,79
Plata (US \$ por libra)	20,60	10,73	7,94

Fuente: (BCRP, 1990, p. 77), Parodi (2019)

En agosto de 1982, el Gobierno mexicano anunció la moratoria de la deuda y, como consecuencia, los bancos comerciales dejaron de prestar a los países, por el temor a una reacción en cadena del resto de vecinos de la región. De ahí en adelante debían pagar con recursos propios. Los regímenes necesitaban dólares para poder pagar sus compromisos.

En paralelo, el cambio de la economía mundial se reflejó, entre otros factores, en tres hechos: primero, la tasa de interés real pasó de -9,49% anual en 1980 a 18,42% en 1982; segundo, en 1978, el precio del barril de petróleo fue de US \$ 12,33, mientras que en 1982 ascendió a US\$ 33,00; tercero, la caída de los precios de los metales. En Perú, en 1981, el servicio de deuda como porcentaje de las exportaciones ascendió a 122,2%. Las cifras para Argentina, Brasil y Chile fueron de 214,9%, 132,6% y 153,3%, respectivamente (Parodi 2019, p. 87). El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos creció a 10,2% del PBI en 1981 y 9,4% en 1982.

La reversión del entorno económico externo favorable obligó a un giro en la política cambiaria por parte del BCRP. Hasta marzo de 1982, las minidevaluaciones se habían implementado por debajo del diferencial entre las tasas de inflación interna y externa; a partir de abril, y con el objetivo de corregir el atraso cambiario, las minidevaluaciones se aceleraron por encima del mismo rezago. El tipo de cambio dejó de ser un instrumento antiinflacionario para convertirse en un elemento, tanto de incentivo a las exportaciones como de apoyo al cierre de la brecha externa. Sin embargo, muchos precios estaban indexados al tipo de cambio, con lo cual la espiral devaluación – inflación se hizo más notoria. A mayores aumentos del tipo de cambio, mayor inflación, convalidada por el crecimiento de la emisión primaria.

Inclusive para frenar aún más las importaciones se revirtió la baja de los aranceles, pues su promedio, en 1981 fue de 32%, mientras que a diciembre llegó a 36%. El promedio arancelario mantendría la tendencia ascendente, pues alcanzó 41%, 57% y 63% en 1983, 1984 y enero-julio 1985. El intento liberalizador se había frenado.

El problema es que a pesar de todo lo anterior, las cifras muestran que ni la brecha externa, ni el déficit fiscal se habían reducido (véase Cuadro 7-1). La política económica no se adaptó al nuevo entorno económico externo.

7. 1983-85: El Fenómeno del Niño y ajuste

Ulloa renuncia al MEF en diciembre de 1982, y es reemplazado por Carlos Rodríguez Pastor, exfuncionario del BCRP; a diferencia de 1980, esta vez las brechas, externa y fiscal, estaban más abiertas, comparadas con 1980, por lo que la opción del ajuste era más urgente. El nuevo ministro de economía procedió con una contracción de la demanda interna para reducir los déficit fiscal y externo esto es, optó por un típico programa de ajuste: menor gasto para reequilibrar las cuentas. Con lo que no se contaba era con el futuro devastador Fenómeno del Niño, que sucedió en 1983. Este fue otro choque exógeno que dañaba la economía con un alto costo social.

Rodríguez Pastor, en febrero de 1983, presenta el programa de ajuste ortodoxo del Gobierno (incluyendo el servicio de la deuda pública con distintos acreedores). El ministro logra un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), por el cual el Estado del Perú se compromete a seguirlo y el FMI garantiza poner a disposición los recursos monetarios ofrecidos.

La reducción de los subsidios llevó a una elevación drástica de los precios de la gasolina, servicios de agua y telefonía, entre otros precios controlados. Como esos bienes son también costos de producción, se incrementaron los precios no controlados y la inflación del año por primera vez llegó a los tres dígitos: 125,1%. Los precios controlados subieron 160,5% y los no controlados lo hicieron en 115,8% (véase Cuadro 7-4). La devaluación de 1983, además, fue de 136%. Como las importaciones disminuyeron en 25,6% y las exportaciones lo hicieron en 11,6%, la brecha externa se redujo a 5,8% del

PBI. Las cifras muestran que el problema parecía estar localizado en la relación entre el déficit fiscal, el sistema cambiario y la inflación.

El Fenómeno del Niño supuso pérdidas por US\$ 1 500 millones de dólares, pero no fue el causante de la recesión, pues esta última estaba originada en el programa de ajuste; en realidad, los efectos del Fenómeno del Niño más el ajuste, generaron un alto costo social. El “Niño” agravó la situación, pero no la originó. Así, el año 1983 cerró con una caída del PBI de 11,9% y una inflación de 125,1%. Algo andaba mal.

¿Qué originaba la inflación? Algunos señalaban que el ajuste había sido insuficiente y por lo tanto se requería un cierre drástico del déficit fiscal. Aquí la salida hubiera sido soltar los precios al mercado. Otros indicaban que se trataba de una inflación originada en un aumento de costos, entre ellos, el tipo de cambio y los precios controlados. Más allá de ambas posiciones, la inflación no podía subir si se controlaba la cantidad de dinero. En el Cuadro 7-1 puede verse que la emisión primaria creció en 96,8% en 1983, y mediante ello se convalidaban los aumentos en costos. Solo si el BCRP aumentaba la cantidad de dinero o lo hacía a la velocidad de circulación, podían ocurrir las alzas inflacionarias.

La salida estaba en el BCRP, a pesar del costo social que hubiera originado. Sin embargo, su independencia *de jure*, pero no *de facto* se lo impedían. A pesar de los intentos de estabilizar la economía, el resultado no se lograba por dos razones: por un lado, el BCRP seguía con un sistema cambiario fijo, pero ajustable, y por otro, se mantenía el financiamiento del déficit fiscal. Ambos eran la fuente de la emisión del BCRP.

Rodríguez Pastor renuncia al cargo, a fines de 1983, y es reemplazado por José Benavides, quien solo duró en el puesto tres meses, entre enero y marzo de 1984. Los aranceles mantuvieron su tendencia ascendente, y se determinaron nuevos subsidios a los productos cuyos precios estaban controlados. En abril de 1984 asume el Ministerio de Economía y Finanzas, Guillermo Garrido Lecca, quien se mantendría en el cargo hasta el final del Gobierno. El nuevo ministro optó por un ajuste ortodoxo convencional, que combinó una elevación de los impuestos a los combustibles con una eliminación casi completa de los subsidios, y drásticos recortes del gasto público.

8. ¿Por qué el BCRP no logró controlar la inflación? Ortodoxia y heterodoxia

Los años ochenta fueron testigos de un intenso debate académico sobre las causas de la inflación y los mecanismos para derrotarla. La pregunta era la siguiente: si Gobiernos, como los de Perú, Brasil y Argentina, entre otros, habían optado por programas basados en la contracción de la demanda, ¿por qué no se logró controlar la inflación? El Cuadro 7-9 muestra la información. Por un lado, la inflación alta fue un fenómeno que afectó a Argentina, Bolivia, Brasil, Nicaragua y Perú; por otro, no lo fue para Chile ni para Colombia.

Cuadro 7-9

Crecimiento por habitante e inflación en América Latina: 1982-86
(variaciones porcentuales anuales promedio)

	Inflación	Crecimiento
Argentina	316,5	-0,9
Bolivia	776,5	-5,0
Brasil	157,9	1,3
Chile	21,2	-2,0
Colombia	20,6	0,8
México	73,2	-2,6
Nicaragua	123,1	-3,4
Perú	102,7	-1,7

Fuente: Edwards (1995, p. 7)

¿Cómo explicar las inflaciones elevadas? A riesgo de ser simplificador, dos posturas fueron las predominantes: la ortodoxa (basada en el monetarismo) y la heterodoxa (estructuralista y neoestructuralista).

Veamos primero la ortodoxa, aplicada en el Perú y en varios países de la región: La inflación es un fenómeno originado, tanto en un exceso de demanda con respecto a la oferta, como en las expectativas, por lo que el programa económico debía restringir la demanda. Dentro de la demanda, el componente que originaba la inflación era el crecimiento del gasto público, mayor que el aumento de los ingresos públicos. La diferencia, denominada déficit fiscal, era financiada por emisión monetaria. Al reducir la demanda (o su tasa de crecimiento), no solo disminuía el déficit fiscal, sino también la brecha externa, pues el menor gasto bajaba las importaciones.

La única forma que el gasto agregado aumente es que la cantidad de dinero en circulación crezca. Por eso, para los ortodoxos, la inflación es un fenómeno monetario. No hay forma que los precios suban a menos que haya más dinero en circulación.

La visión ortodoxa contenía tres elementos: el control monetario, el manejo fiscal responsable y la vigilancia de las expectativas. En general, la inflación es un fenómeno monetario, y su causa última es la expansión de la cantidad de dinero. A su vez, este aumento en la cantidad de dinero se canaliza a través de un déficit fiscal creciente. Como consecuencia, el logro del equilibrio fiscal o de un déficit manejable es un componente fundamental del enfoque.

¿Cómo manejar el tema de las expectativas? En economías con inflaciones altas de larga duración, los agentes económicos se acostumbran al aumento de precios, que los lleva a tomar decisiones que alimentan la inflación. Los programas ortodoxos de restricción de demanda originan una recesión, que opera como un mecanismo de convencimiento para que los precios se flexibilicen y tiendan a caer. Meller (1987) lo pone así: “a menos que la gente experimente en carne propia, va a seguir con sus expectativas inflacionarias” (p. 276).

Entonces, para el enfoque ortodoxo, la inflación se abate con políticas monetarias y fiscales restrictivas, cuya expresión es una reducción de la demanda; además, el efecto recesivo inicial que generan es el elemento de credibilidad, que permite eliminar las expectativas inflacionarias.

El período 1980-85 demostró que el ajuste causado por la contracción de la demanda no logró reducir ni el déficit fiscal ni la inflación. No solo ocurrió en el Perú, sino también en otros países como Brasil.

Los investigadores desarrollaron varias teorías para explicar por qué las medidas ortodoxas de austeridad no habían logrado reducir la inflación. Una primera visión señala que las medidas contractivas no habían fallado, sino que faltaba tiempo. La disminución de la inflación ocurre con cierto retardo. La recesión observada es la fase inicial del éxito posterior. Si la contracción monetaria persiste por un tiempo suficientemente largo, la

inflación bajará. El problema está en los costos sociales asociados al tiempo necesario para superar la etapa recesiva.

Una segunda perspectiva indicaba que el enfoque ortodoxo era incapaz de detener la inflación, pues esta tenía un carácter psicológico. La inflación continuaba porque el Banco Central no tenía credibilidad, y solo se detendría con un nuevo Gobierno, y, por lo tanto, con otro Banco Central. La cuestión con esta corriente es que la credibilidad, aunque necesaria, no es una estrategia para reducir la inflación.

El tercer enfoque sostiene que se requiere una contracción monetaria más profunda para detener la inflación. Las medidas tomadas en el Perú y otros países de la región habrían sido muy tímidas. La única forma de tener éxito es un recorte drástico de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero. Buscar las fuentes de la emisión primaria y verificar si realmente están bajo control, sería la salida. Bajo el supuesto que esta visión sea correcta, el problema está en los costos en términos de producción y empleo.

De manera gradual fue ganando terreno entre los investigadores una teoría que señalaba que la inflación había cobrado una dinámica propia, difícil de romper con las políticas monetarias y fiscales restrictivas. El programa ortodoxo generaba efectos recesivos con altos costos sociales, lo que ponía en duda la viabilidad misma del programa. La visión heterodoxa, basada en el estructuralismo, se convirtió en la principal alternativa.

El enfoque heterodoxo tiene distintas características. Se basa en la diferenciación entre los factores que originan la inflación de aquellos, llamados mecanismos de propagación, que la aceleran y le otorgan persistencia. Las políticas heterodoxas atacan solo a los segundos (Sunkel, 1958). La diferencia con la ortodoxa es que esta última solo se concentra en las causas básicas, como el exceso de demanda, pero no en los mecanismos que mantienen viva a la inflación. Sin embargo, los mecanismos de propagación que aceleran la inflación y le otorgan persistencia incluyen la aceleración de la emisión primaria (por el crecimiento de la necesidad de financiamiento del déficit fiscal

por el Banco Central): la ortodoxia entonces, al concentrarse en las causas básicas de la inflación, está atacando también los mecanismos que la aceleran.²

Por otro lado, sostiene que existen diferentes tipos de inflación. De acuerdo con Pazos (1969), predominan tres tipos de inflación: primero, la inflación lenta, una cuyo aumento en precios fluctúa entre 1% y 5% anual. Aquella se ajusta a las inflaciones que se pueden enfrentar con elementos ortodoxos pues en sus orígenes está el exceso de demanda o el aumento de costos. Segundo, la hiperinflación, y tercero, la inflación latinoamericana o crónica, caracterizada por su larga duración, débil y ocasional tendencia a la aceleración, y en una posición intermedia entre las dos primeras.

La principal crítica teórica del estructuralismo a la postura ortodoxa es que esta última no toma en cuenta al elemento inercial de la inflación, que la mantiene alta. Así, la visión heterodoxa sostenía que la inflación elevada tiene un componente que no enfrentan los planes ortodoxos, que fue denominado inflación inercial. Esta última se define como “la tendencia que posee una determinada tasa de inflación, una vez que se ha establecido, a persistir sobre la base de su propia inercia, incluso si la causa original que la generó haya sido removida” (Chopra 1985, p. 697)

De acuerdo con Lopes (1985),

[...] la idea básica es que, en un ambiente crónicamente inflacionario, los agentes económicos desarrollan un comportamiento fuertemente defensivo en la formación de precios, lo cual, en condiciones normales, consiste en el intento de recobrar el mayor nivel anterior del ingreso real en el momento de cada reajuste de precios. Cuando todos los agentes adoptan esta estrategia de recuperación periódica de los niveles más altos, la tasa de inflación existente en el sistema se tiende a perpetuar: la tendencia inflacionaria se vuelve igual a la inflación pasada (p, 60)

Es decir, la inflación se mantiene, a pesar de que las causas originales, sean de demanda o de oferta, puedan haber desaparecido. Por lo tanto, toda inflación crónica es siempre predominantemente inercial (Lopes 1985, p. 55).

La postura heterodoxa recogió del estructuralismo la distinción entre presiones inflacionarias básicas (que pueden ser de demanda u oferta) de los mecanismos de propagación de estas (tendencias inflacionarias). El problema con la ortodoxia, de

² Agradezco esta observación de un revisor anónimo del presente texto.

acuerdo con la visión heterodoxa, es que coloca todo el énfasis en un tipo particular de presión inflacionaria básica: aquel originado en un exceso de demanda. Además, la postura ortodoxa señala que la contracción de la demanda solo enfrenta un elemento de la inflación (la presión básica), pero no los mecanismos de propagación, y si lo hace, supone un costo social muy alto, en términos de una larga recesión, y, por ende, desempleo. La inflación por eso persiste, aunque se haya corregido la causa original.

La corriente heterodoxa introduce entonces un elemento nuevo que explica solo los mecanismos de propagación: la inflación inercial. Dicho de otro modo, si la mayor parte de la inflación en una economía es inercial, la contracción de la demanda abate la inflación, pero a un ritmo muy lento (Paus, 1991, p. 412). Un ejemplo puede resultar ilustrativo: imagine que está en un automóvil y se desplaza a gran velocidad. De pronto, desea detenerse. Apaga el motor y con ello suprime la alimentación de combustible (presión básica), pero el vehículo sigue en marcha por un tramo más largo (inercia). Sin duda alguna, el auto se detendrá en algún momento, pero lejos del punto en el que apagó el motor.

La inflación inercial sustenta la persistencia inflacionaria y tiene dos causas: en primer lugar, las reglas de indexación, tanto formales como informales. En situaciones de inflación, cada agente económico trata de aumentar los precios más que los demás, y toma como referencia la inflación de un período anterior de similar extensión. Los compradores y vendedores pugnan entre sí por elevar sus precios más que los otros. La idea es que todos quieren mantener su ingreso real, y por eso elevan sus precios.

En segundo lugar, las expectativas de los agentes hacen que proyecten una inflación futura, por lo menos, igual que la presente. De esta manera, en ausencia de mayores presiones básicas, la inflación actual es determinada por la inflación pasada, al margen del estado de las expectativas. Cuando todos los agentes económicos se comportan de forma parecida, la inflación deviene en inercial.

La inflación inercial ocurre debido a los distintos mecanismos de indexación existentes en las economías. La idea es que nadie quiere perder ingreso real, por lo que trata de actualizar sus ingresos —provenientes de sueldos y salarios, tipo de cambio, precios de los bienes y servicios y tasas de interés, entre otros— en función de la inflación

de un período previo. Expectativas adaptativas, indexación salarial y otros costos condicionan la inercia inflacionaria.

En cualquier caso, la política monetaria tiene que responder a través de un aumento de la emisión primaria, de lo contrario, no hay forma que los precios puedan indexarse. Además, los agentes económicos esperan que el Banco Central responda con emisión, por lo que se generan expectativas que sostienen la elevación de los precios.

¿Cómo enfrentar la inflación inercial? A través de un choque heterodoxo significaría un drástico congelamiento de los precios básicos de la economía, de modo que se rompan las expectativas. En principio, la congelación de precios desaparece la indexación. El atractivo de la propuesta consiste en frenar en seco la parte inercial de la inflación, sin provocar una recesión; y con ello se minimizaba el costo social del ajuste. Sin embargo, la medida solo ataca el componente inercial de la inflación, no sus causas básicas.

Las conclusiones centrales del enfoque heterodoxo se pueden resumir de la siguiente forma: el choque heterodoxo solo ataca la parte inercial de la inflación. Como consecuencia, sino se enfrentan las presiones básicas, la otra parte de las causas de la inflación se mantendrá. De acuerdo con Schuldt (1988) “equivale al ‘adormecimiento social’ que se logra con la aplicación de esa especie de anestesia que sirve de base para proceder a la cirugía posterior” (p. 109).

9. Conclusiones

La inflación se mantuvo alta entre 1980-85. Tres preguntas son pertinentes: primero, ¿se redujo efectivamente la tasa de crecimiento de la emisión monetaria?, segundo, ¿no habrá sido un problema de implementación? tercero, ¿era realmente independiente el BCRP para definir la tasa de crecimiento de la emisión monetaria? Algo había fallado en la aplicación de la estrategia o el enfoque estaba equivocado.

La inflación promedio anual del Perú entre 1978 y 1983 fue de 60%: era alta y crónica, ¿Cómo explicarla? Dos estudios empíricos son ilustrativos. En un primer estudio, Parot y Rodríguez (1988) encuentran que “las presiones de costos y expectativas, en

particular provenientes de los ajustes periódicos de los precios controlados y el tipo de cambio, tuvieron un papel muy significativo en las altas tasas de inflación en el Perú durante este período” (p. 390).

Si observamos el Cuadro 7-4, los aumentos en los precios controlados por el Gobierno, conocidos como desembalses, determinaron elevaciones en otros valores, pues aquellos como los de la gasolina, los servicios de la telefonía y la energía eléctrica, entre otros, son costos para la formación de otros precios. Algo similar ocurría con las minidevaluaciones, pues al aumentar el tipo de cambio, los mayores costos de insumos importados se trasladaban a los precios pagados por el consumidor final. En la medida que el mecanismo descrito ocurría con frecuencia, las expectativas originaban que los agentes económicos se adelantaran a los aumentos. El sistema cambiario fijo pero ajustable (*crawling peg*,) creaba expectativas que el tipo de cambio subiría más temprano que tarde, con lo cual todos elevaban sus precios antes que ocurriera la minidevaluación.

En una segunda investigación, esta vez de Escobal y Saavedra (1989), se concluye que:

Los resultados no muestran evidencias de que en el período 1981-1985, cuando las autoridades efectuaban políticas diseñadas para combatir una inflación de demanda, los excesos de oferta monetaria se hubiesen canalizado hacia precios, sino más bien que la inflación respondía a presiones de costos [...] (p. 52).

Agregan:

Por último, hay que anotar que tanto las presiones de demanda derivadas de los excesos de oferta de dinero como las presiones de costos –vía incrementos en el tipo de cambio en las tarifas públicas– se debieron a la generación de fuertes desequilibrios fiscales, así como la necesidad posterior de reducirlos en los momentos en los que las autoridades políticas lo consideraron impostergable (p. 53).

Sin embargo, una inflación originada en costos, como señala Schuldt (1988), “[...] necesariamente tiene que venir acompañada por la disposición de las autoridades monetarias a expandir el crédito interno” (p. 93). La política monetaria del BCRP se acomodaba a los aumentos en costos, pues de lo contrario no hubieran podido subir los precios.

Si un programa heterodoxo ataca la inercia inflacionaria, la pregunta clave es la siguiente: ¿existía la inflación inercial? Es cierto que en el Perú no existían mecanismos

formales de indexación salarial, por lo que, en principio, esa no podría ser relacionarse con la inercia; sin embargo, Escobal y Saavedra (1989) aluden a la existencia de una inflación inercial defensiva (p. 21). Si los productores no confían en el éxito para reducir la inflación de las políticas de contracción de demanda, y además forman sus precios según los aumentos en los costos de producción, entonces sí puede haber un componente inercial.

Si durante un tiempo, las minidevaluaciones y los ajustes en los precios controlados elevaban los costos de producción, y, por ende, los precios, era esperable que hubiera las expectativas de que ese proceso iba a continuar. En ese escenario, los agentes económicos se adelantaban a lo que creían que iba a pasar, y subían antes los precios. Entonces, los productores se anticipaban a los aumentos en costos, y aparecía el componente inercial de la inflación.

En el Cuadro 7-4 se observa que el alza de los precios controlados siempre fue mayor que la inflación entre 1981 y 1984. Esos incrementos fueron inflacionarios, pero no por un exceso de demanda, sino porque eran costos y formaban otros precios.

Entonces, ¿qué generó la inflación? El sistema cambiario fijo pero ajustable, obligaba al BCRP a monetizar los dólares obtenidos de las exportaciones, por lo que perdía control sobre la oferta monetaria; el Cuadro 7-1 muestra que a pesar de que se redujo la tasa de crecimiento de la emisión primaria, la inflación continuó en aumento. Barreto (1990) señala que el incremento de la liquidez monetaria total en el subperíodo 1980-82 provino de la excesiva expansión crediticia, que cuadruplicó su nivel, y del aumento de la velocidad de circulación del dinero, que casi se duplicó (p. 49). Por último, el BCRP financió parte del déficit fiscal con emisión monetaria. Un ejemplo de ello se ilustra en la Memoria de 1983 (BCRP, 1984):

En cuanto al financiamiento interno [del déficit fiscal], una parte provino de bonos de reconstrucción y de otras fuentes que no afectaron la emisión monetaria, pero alrededor de dos tercios fueron provistos por el BCRP, que se vio obligado a otorgar ese apoyo al fisco ante la drástica reducción de recursos tributarios (BCRP, 1984, p. 41).

Sin ninguna duda, la conclusión central es que la inflación ocurre cuando el BCR emite más allá de los requerimientos de la demanda de dinero. El período 1980-85 mostró que la monetización de las exportaciones debido al sistema cambiario fijo, unido a la expansión de la liquidez para financiar el mayor gasto público determinaron la inflación.

Y eso ocurrió más allá de las especificaciones contenidas en el marco legal; por eso, la autonomía fue *de jure*, pero no *de facto*,

REFERENCIAS

- Arida, P. & Lara-Resende, A. (1986). Inflación inercial y reforma monetaria: Brasil. En P. Arida (Ed.), *Inflación Cero* (pp. 9-42), Bogotá, Editorial La Oveja Negra.
- Barreto, E. (1990). *Crisis de la economía peruana 1980-1983*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), Fondo Editorial.
- Banco Central de Reserva del Perú. (1982a). *La lucha contra la inflación*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Banco de Reserva del Perú. (1982b). Memoria 1981. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Banco de Reserva del Perú. (1983). Memoria 1982. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Banco de Reserva del Perú. (1984). Memoria 1983. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Banco de Reserva del Perú. (1985). Memoria 1984. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Banco de Reserva del Perú. (1990). Memoria 1989. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Chopra, A. (1985). The speed of adjustment of the inflation rate in developing countries: A study of inertia, *IMF Staff Papers*, 32(4), 693-733.
- Dornbusch, R. & Simonsen, M. H. (1987). Estabilización de la inflación con el apoyo de una política de ingresos: la experiencia de Argentina, Brasil e Israel. *El Trimestre Económico*, 54(214), 225-281.
- Edwards, S. (1995). *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope*. New York, NY: Oxford University Press.
- Escobal, J. & Saavedra, J. (1989). Precios, costos y desequilibrio monetario: la experiencia peruana. Documento de trabajo No. 6, GRADE.
- Ffrench Davis, R. (1994). *La gran crisis de la deuda latinoamericana: un decenio de ajuste asimétrico*. Santiago de Chile: CEPAL.

- Guevara, G. (1999). Política monetaria del Banco Central: Una perspectiva histórica. *Estudios Económicos* 5, 27-60.
- Lopes, F. L. (1985). Inflación inercial, hiperinflación y lucha contra la inflación. *Economía*, 8(15), 55-86.
- Meller, P. (1987). Apreciaciones globales y específicas en torno del Plan Cruzado. *El Trimestre Económico*, 54, 275-292.
- Monteagudo, M. (2005). La Banca Central independiente y la búsqueda del equilibrio. *Moneda* 131, 29-32.
- Orrego, F. (2007). Autonomía del Banco Central de Reserva del Perú: Una perspectiva histórica. *Moneda* 135, 14-20.
- Parodi, C. (2012). *Perú 1960-2000: Políticas Económicas y Sociales en Entornos Cambiantes*, decimosexta reimpresión, Lima: Universidad del Pacífico, Centro de Investigación.
- Parodi, C. (2019). *Los Laberintos de América Latina*. Lima: Universidad del Pacífico, Centro de Investigación.
- Paredes, C. & Pasco-Font, A. (1991). The Behavior of the Public Sector in Peru: A Macroeconomic Approach. En F. Larráin & M. Selowsky (Eds.), *The Public Sector and the Latin American Crisis* (pp. 191-236). San Francisco, ICC Press.
- Parot, R. & Rodríguez, M. (1988). El proceso inflacionario en el periodo de Belaúnde 1980-84, *El Trimestre Económico*, 55(18-2), 367-393.
- Pastor, M. & Wise, C. (1992). Peruvian Economic Policy in the 1980s: From Orthodoxy and Heterodoxy and Back. *Latin American Research Review*, 27(2), 83-117.
- Paus, E. A. (1991). Adjustment and development in Latin America: the failure of Peruvian heterodoxy, 1985-90. *World Development*, 19(5), 411-434.
- Pazos, F. (1969). *Medidas para detener la inflación crónica en América Latina*, México, CEMLA.
- Portocarrero, F. (1989). La economía peruana en los años 80. *Apuntes: Revista de Ciencias Sociales*, (25), 105-118.

- Rozenwurcel, G. (1986). Inflación y estabilización en Argentina: el plan austral. En P. Arida (Ed.), *Inflación Cero* (pp. 43-76). Bogotá, Editorial La Oveja Negra.
- Schuldt, J. (1988). Políticas heterodoxas de estabilización en América Latina. *Apuntes: Revista de Ciencias Sociales*, (22), 79-121.
- Sunkel, O. (1958). La inflación chilena: un enfoque heterodoxo. *El Trimestre Económico*, 25(100), 570-599.
- Ulloa, M. (1980). Mensaje al Congreso. En O. Ugarteche (Ed.), *Crisis económica y democracia, A propósito de la exposición del primer ministro Manuel Ulloa* (pp. 60-84). Lima: Instituto de Estudios Peruanos (IEP).
- Velarde, J. & Rodríguez, M. (1992). De la desinflación a la hiperestanflación: Perú 1985-1990. Documento de Trabajo No 5, Universidad del Pacífico.
- Webb, R. (1999). *Una economía muy peruana*. Lima: Fondo Editorial del Congreso de la República del Perú.

CAPÍTULO 8

HETERODOXIA E HIPERINFLACIÓN¹

Eduardo Morón

Diego Winkelried

1. Introducción

Después de más de 50 años de su fundación, la Alianza Popular Revolucionaria Americana (APRA), el partido más longevo del país llegó al poder en 1985. El presidente electo, Alan García, había sido el locuaz líder de la oposición desde la Cámara de Diputados durante la administración del presidente Fernando Belaúnde entre 1980 y 1985. Dicho Gobierno vino cargado de esperanza por significar el retorno a la democracia después de 12 años de dictadura militar. No obstante, la gestión de Belaúnde, lejos de resolver la endeble situación económica resultante de las políticas del Gobierno militar, terminó decepcionando en el plano económico, pues se continuó el ciclo de crisis económicas con cada vez más inflación, acentuando así las brechas y los desequilibrios heredados de la década de 1970.

La arrolladora victoria electoral del nuevo Gobierno aprista fue un claro reflejo de la renovada expectativa de que el país podía aspirar, como tituló en un manifiesto el nuevo presidente García, a un *Futuro Diferente*. Lamentablemente, la ilusión de cambio duró poco y el futuro efectivamente terminó siendo diferente, pero para peor. El Gobierno aprista terminaría siendo recordado no solo como el arquetipo del populismo

¹ Agradecemos a los editores por invitarnos a participar en este volumen y por facilitarnos el acceso a mucho del material bibliográfico que utilizamos.

latinoamericano, tal y como es descrito en Edwards (2019), sino sobre todo por su desastrosa gestión económica que llevó al Perú a experimentar su único episodio de hiperinflación. Este período hiperinflacionario empezó con un mal implementado programa de estabilización, coloquialmente conocido entre los peruanos como paquetazo, en setiembre 1988, que condujo a una inflación mensual de 114% (2,6% diaria). El pésimo manejo económico durante ese período obligó a que, en agosto de 1990, el Gobierno siguiente implementara un severo programa de ajuste que llevó a la inflación mensual a 397% (5,5% diaria). Perú aparece en el puesto seis de la lista de episodios inflacionarios severos de Fischer et al. (2002), y en la posición 12 de la lista de eventos hiperinflacionarios registrados en Hanke y Krus (2003).

Asimismo, Llosa y Panizza (2015) muestran que la recesión que inicia a finales de 1987 produjo una contracción del producto bruto interno (PBI) per cápita de casi 30%, regresándolo a niveles previos a 1960. Le tomaría al país quince 15 años en recuperar el nivel de 1987. Más aún, se trata de una de las recesiones más agudas y costosas del mundo entre 1960 y 2004, comparable con los colapsos experimentados por efectos de guerras civiles o de drásticas transiciones de economías de planificación central a economías de mercado. Por supuesto, esta situación acarreó enormes costos sociales. Según Webb (1991) y Glewwe y Hall (1994), entre 1985 y 1990 el gasto social se contrajo en 47% en términos reales, mientras que el consumo real per cápita de las familias lo hizo, en promedio, en más de 53%.

Varios estudios previos describen la evolución de la economía y sus acentuados desequilibrios durante este periodo. Parodi (2007) provee una perspectiva general con énfasis en programas sociales, mientras que Ortiz y Winkelried (2021) se enfocan en aspectos institucionales. Morón (1989a,b), Terrones y Nagamine (1993) y Guevara (1999) orientan la discusión hacia la política monetaria, mientras que Martinelli y Vega (2022) lo hacen sobre la política fiscal. Asimismo, existen valiosos trabajos que se centran en las decisiones de política económica, particularmente el diseño de los programas de estabilización, que derivaron en el descalabro macroeconómico. Destacan los minuciosos recuentos de Dornbusch y Edwards (1990), Lago (1991), Cáceres y Paredes (1991a,b) y Velarde y Rodríguez (1992a). Por su parte, Pastor y Wise (1992) y, de manera más indirecta, Kiguel y Liviatan (1992) proveen una discusión menos crítica

del diseño de los programas, pero igualmente dura en cuanto a la implementación de estos. Finalmente, Dornbusch et al. (1990), Marcet y Nicolini (2003), Sargent et al. (2009), entre otros, incluyen a la hiperinflación peruana en estudios comparativos internacionales.

En este capítulo ofrecemos una revisión de este caótico episodio en la historia económica peruana, 35 años después de ocurridos los eventos. Ello no solo da la ventaja de incorporar en la discusión la literatura producida desde entonces, sino que da una perspectiva más clara sobre los aciertos y errores de la administración de García, tras conocer los resultados de las reformas que se adoptaron a raíz, y en respuesta, a la crisis que precipitó. Véase Armas (2016) y Rossini (2016). Por otro lado, tuvimos acceso a los archivos históricos de la revista Moneda, publicada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), lo que nos permitió consultar reportes de investigación, columnas de opinión y entrevistas de la época, para así tratar de reflejar, en este capítulo, la atmósfera académica y política en la que las decisiones de política fueron tomadas.

El resto del capítulo se organiza de la siguiente manera. En la segunda sección presentamos el contexto previo al Gobierno aprista. En la tercera sección discutimos cómo una situación económica tirante, junto con el descrédito de los denominados “programas ortodoxos”, dieron pie a una corriente de políticas heterodoxas. Estas rindieron frutos en el corto plazo, pero no estaban libres de inconsistencias y de prestarse a las exigencias de un Gobierno populista. Reflexionamos cómo el programa económico de la administración aprista tenía en sus propios fundamentos las semillas de su propia autodestrucción, lo que a la larga desató un proceso hiperestanflacionario. En la cuarta sección repasamos algunos planes que no pudieron abatir la hiperinflación. En la quinta sección, describimos las nefastas consecuencias de la hiperinflación sobre la economía peruana. La sexta sección la reservamos para nuestras conclusiones.

2. Contexto previo y ortodoxia

A pesar de algunos esfuerzos iniciales del régimen de Belaúnde por implementar reformas estructurales, la economía que recibió el primer Gobierno de García era, en esencia, el sistema intervencionista y estatista heredado del periodo gubernamental

militar de la década de 1970. Siguiendo a Parodi (2007, Capítulo 4), ello incluía la operación de decenas de empresas estatales, restricciones al comercio internacional, controles de cambios y de precios, subsidios a industrias protegidas, entre muchas otras distorsiones. Como evidencian Martinelli y Vega (2019), los drásticos cambios de orientación, contra la inversión privada y a favor del intervencionismo, tuvieron impactos profundos y duraderos sobre la acumulación de capital y la productividad de los factores, desacelerando el crecimiento potencial de la economía, respecto a décadas previas. Vera Tudela (2013) estima que la contribución de la productividad total de factores al crecimiento económico pasó de un promedio anual de 3,9%, en la década de 1960, a 1,2% en la década de 1970, y a -3,5% en la década de 1980.

Déficits gemelos y tipo de cambio

Como indica Parodi (2007, capítulos 3 y 4), desde la década de 1960 la política económica tuvo una orientación inapropiada, ciertamente insostenible, para una pequeña economía abierta como la peruana. Se apostó insistentemente por un modelo de desarrollo basado en el fomento de la industria local, y a través de protecciones artificiales a empresas y sectores sin mayores ventajas comparativas. Al no desarrollar un sector exportador autosostenible, el esquema enfrentaba enormes dificultades para generar los recursos suficientes con los cuales financiar la adquisición del capital, los insumos y la tecnología que demandaba el esfuerzo industrializador. Tampoco proveía de suficientes divisas por lo que, lejos de lo planeado, el sistema supuso un constante deterioro en la balanza comercial y una constante presión devaluatoria sobre la moneda (véase, *inter alia*, Thorp, 1987).

Asimismo, la preferencia por ampliar el sector público, por ejemplo, creando ministerios, agencias gubernamentales o empresas públicas, junto con la multiplicación de gastos gubernamentales improductivos ligados al financiamiento de los controles estatales, hizo que la economía peruana se encontrara en un recurrente déficit fiscal, por lo menos, una década antes del inicio del gobierno de García. Los continuos desbalances fiscal y externo reflejaron una creciente necesidad de obtener recursos externos, lo que no se lograría a través de superávits comerciales o de mayores flujos de inversión extranjera directa, sino por la vía de un mayor endeudamiento público. En el Cuadro 8-

1 se aprecia el ritmo de crecimiento de la deuda pública externa al comenzar la década de 1980, continuando una tendencia iniciada a mediados de los años setenta, tanto medida con respecto a los ingresos (deuda/PBI) como en términos del costo de su servicio (intereses/exportaciones). Toda vez que el uso de dicha deuda no se tradujo en una expansión sostenida de la actividad económica productiva, la presión sobre las cuentas fiscales se hizo cada vez más evidente.

Cuadro 8-1

Reservas internacionales y deuda externa, 1980 a 1990

	Reservas internacionales netas (millones de dólares)	Servicio de la deuda externa (% de las exportaciones de bienes y servicios)	Deuda externa pública de mediano y largo plazo (% del PBI)
1980	1 276	28,6	29,3
1981	772	45,8	24,7
1982	896	36,7	33,0
1983	856	20,1	41,5
1984	1 103	17,4	44,0
1985	1 383	16,3	48,7
1986	866	14,7	51,2
1987	81	11,7	55,2
1988	-317	4,3	58,1
1989	546	5,6	66,9
1990	682	5,8	72,4

Fuente: Memorias del BCRP.

En este punto es importante brindar un poco de perspectiva sobre cómo se estructuraba la deuda externa de un país como Perú. La mayor parte del financiamiento no venía, como hoy, de los mercados financieros internacionales privados, sino que era contratada directamente con organismos multilaterales (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo), acuerdos directos con otros Gobiernos o negociando con proveedores internacionales (por ejemplo, con el consorcio japonés JAPECO que construyó el Oleoducto Norperuano). De hecho, los flujos de deuda externa que se obtuvieron a través de préstamos sindicados con la banca privada internacional se interrumpieron desde 1983, año en que, al igual que otros países de la región, el Perú declaró la suspensión unilateral de sus pagos al exterior (véase Lago, 2022).

Una dificultad adicional se relaciona con el pecado original descrito en Hausmann y Panizza (2003): como en casi todas las economías pequeñas y abiertas, el Perú no podía endeudarse en su propia moneda, sino en monedas internacionales

(dólares o yenes, por ejemplo), lo que introduce un componente de riesgo cambiario en las cuentas fiscales. Considerando que los ingresos fiscales están mayoritariamente denominados en moneda nacional, una depreciación grande o una devaluación, en el contexto de tipo de cambio fijo, podría comprometer la capacidad del Gobierno de honrar sus obligaciones con el exterior. Como se discute en Ortiz y Winkelried (2021), ello enfatiza aún más la necesidad de mantener cuentas externas sostenibles.

Cuadro 8-2

Tipo de cambio (soles de oro, fin de periodo), 1980 a 1990

	Tipo de cambio oficial	Tipo de cambio bancario	Tipo de cambio paralelo
1980	0,34	0,34	0,34
1981	0,51	0,51	0,51
1982	0,99	0,99	1,00
1983	2,27	2,31	2,35
1984	5,70	5,82	5,82
1985	13,95	17,38	17,38
1986	13,95	20,03	20,03
1987	33,00	62,82	92,00
1988	500,00	500,00	1 700,00
1989	5 261,40	12 643,24	12 940,00
1990	516 922,57	516 922,57	547 500,00

Fuente: Memorias del BCRP.

La economía peruana, que había gozado de estabilidad cambiaria la mayor parte de la década de 1960, tuvo dos fuertes crisis cambiarias antes de 1980: la primera ocurre en 1967, en medio de turbulencia política, y la moneda local se devaluó 44%; la segunda sucede entre 1975 y 1978, cuando acontecen varias devaluaciones, que acumuladas ascienden a más de 230%. Ello obligó al Gobierno a abandonar el sistema de tipo de cambio fijo y adoptar uno de bandas cambiarias. Durante el Gobierno de Belaúnde, de julio de 1980 hasta junio de 1985, el tipo de cambio se multiplicó por un factor de 40 (véase el Cuadro 8-2) y el Gobierno firmó nueve acuerdos de apoyo financiero *stand-by* con el Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que revela con elocuencia que el país nunca pudo superar su vulnerabilidad financiera internacional. De hecho, los apuros financieros encontraban cierto alivio cuando el precio de algún producto exportable (harina de pescado o plata, en esos años) crecía muy por encima de lo normal, pero no fue una estrategia prudente dejar tanto a la suerte que nunca apareció: como se discute en Winkelried (2016) y Llosa (2022), los términos de intercambio, que habían sido más bien neutros hacia fines de la década de 1970, registraron una caída persistente durante toda la década de 1980.

Política monetaria e inflación

Usualmente se utiliza la emisión primaria como el agregado monetario relevante para describir a la política monetaria: véase, por ejemplo, Rossini (2016). No obstante, como se discute ampliamente en Morón (1989a,b), durante el periodo de estudio, los movimientos de la emisión primaria no siempre representaron las verdaderas intenciones de expansión del BCRP. Siguiendo a Dancuart (1988), ello se entiende al considerar los dos componentes de la emisión primaria: uno endógeno, acomodaticio, y el otro que puede considerarse exógeno, propio de las decisiones de política monetaria.

El primero es el cambio en las reservas internacionales que, en el contexto de un tipo de cambio fijo o administrado, es imposible de controlar por el BCRP. El segundo es el crédito interno del BCRP, y recoge los factores de origen interno del incremento de la emisión primaria, registrados en las cuentas monetarias como créditos otorgados al sector público (la suma del Gobierno, el Banco de la Nación, la banca de fomento y COFIDE) o al sector privado (la suma de la banca múltiple y préstamos directos a empresas).²

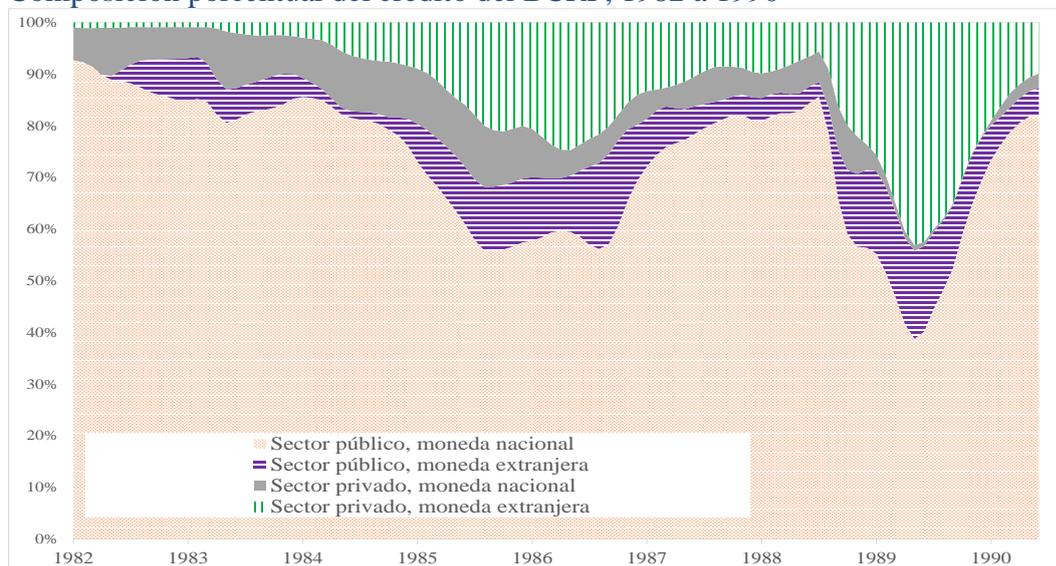
El Gráfico 8-1 muestra la composición del crédito del BCRP durante la década de 1980, donde se aprecia la fuerte presencia de los créditos al sector público, otra herencia de décadas previas. De hecho, frente a la incesante necesidad de contar con recursos fiscales, en un contexto de débil crecimiento económico y dificultades de financiamiento externo, los Gobiernos optaron, inevitablemente y cada vez con más frecuencia, por el financiamiento monetario del déficit fiscal. También se aprecia un crecimiento sostenido del crédito del BCRP ofrecido al sector privado, particularmente en moneda extranjera. Así, como se muestra en El Gráfico 8-2, el crédito del BCRP ya

² Salazar (1988) también ilustra bien la diferencia. Muestra que la emisión primaria (que denomina emisión primaria ex-post) se expande en 563% entre julio del 1985 y julio 1988, mientras que el crédito interno del BCRP (la emisión primaria ex-ante) registró un incremento mucho mayor, de 1 974%. Este último da cuenta de una manera más clara de la expansión monetaria, y del posterior comportamiento de la inflación, ya que la emisión primaria es compensada por una sostenida reducción de reservas internacionales en ese lapso. Cáceres (1990) ofrece un análisis similar.

venía creciendo a tasas considerables (usualmente mayores al 100%) incluso antes del inicio de la administración de García.

Gráfico 8-1

Composición porcentual del crédito del BCRP, 1982 a 1990

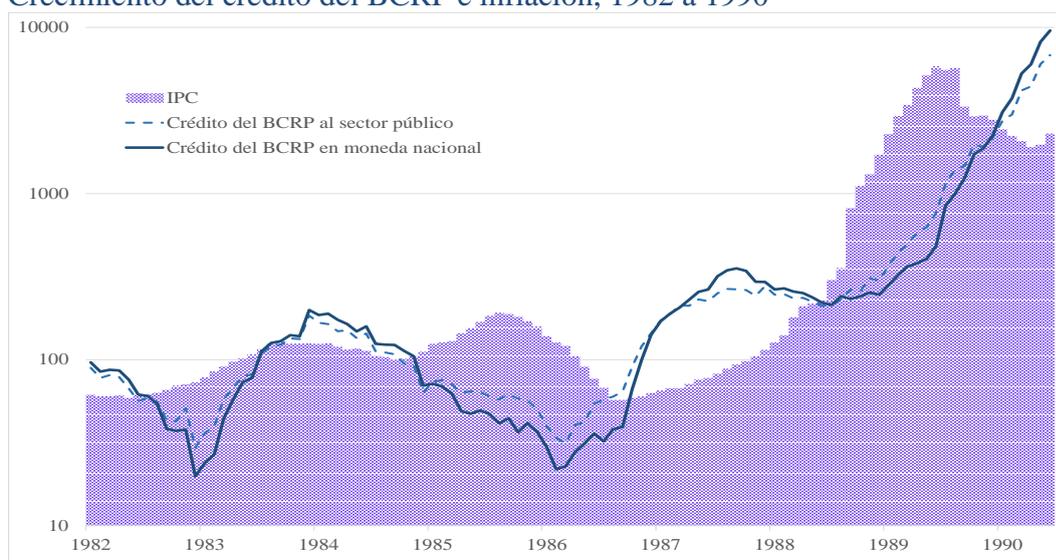


Nota: El sector público es la suma del Gobierno, el Banco de la Nación, la banca de fomento y COFIDE. El sector privado resulta de sumar la banca múltiple y préstamos directos a empresas. El periodo abarca de enero de 1982 a julio de 1990. Las series fueron ligeramente suavizadas para facilitar su visualización.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (1996), Cuadros 40 y 43. Elaboración propia.

Recordemos que la Constitución de 1933 no establecía límites al BCRP respecto al financiamiento al Gobierno central. De hecho, la contingencia para dicho financiamiento estaba prevista en las precedentes Leyes Orgánicas del Banco Central, donde se permitía tanto la compra de bonos como créditos directos con límites, que raramente eran respetados (véase Pastor, 2014). Incluso durante el Gobierno militar la dominancia fiscal llegó a su máxima expresión cuando, como reseña Guevara (1999), en 1970 se crea el Consejo de Política Monetaria (Decreto Ley 18240), presidido por el ministro de Hacienda y superior en autoridad al Directorio del BCRP. El Consejo sería finalmente eliminado con la Constitución de 1979, pero esta no le otorgaría autonomía operativa relevante al BCRP y, por tanto, no cambiaría de manera fundamental la institucionalidad de la política monetaria respecto a la Constitución de 1933 (véase Pérez et al., 2016).

Gráfico 8-2
Crecimiento del crédito del BCRP e inflación, 1982 a 1990

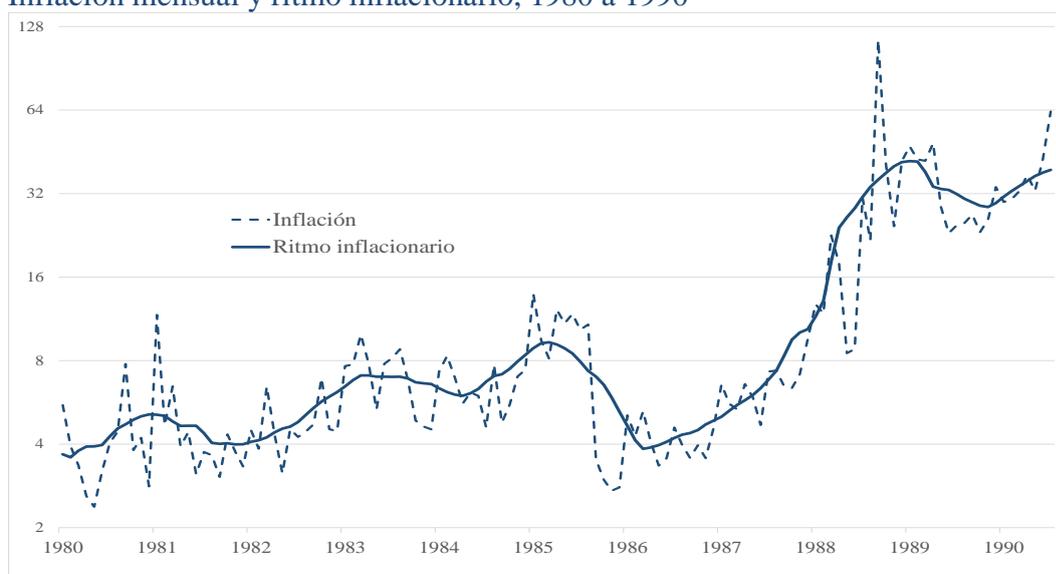


Nota: Variaciones porcentuales respecto a similar mes del año previo, de enero de 1982 a julio de 1990. Escala logarítmica. Ver nota al Gráfico 8-1 para definiciones.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (1996), Cuadros 40 y 43, Estadísticas BCRP (serie PN01270PM). Elaboración propia.

Inevitablemente, la inflación asomó, de manera que, a partir del año 1978, sobrepasa la barrera del 40% anualizado, considerada como “alta” en estudios internacionales como Dornbusch et al. (1990), y adopta una dinámica inestable, casi explosiva. En el Gráfico 8-3 se muestra la inflación mensual: la variación porcentual del índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana, junto con una tendencia, calculada mediante el promedio móvil centrado de 13 términos, a la que denominamos “ritmo inflacionario” mensual. Se aprecia que la inflación más que duplica de un ritmo mensual de 4% (60% anualizado) en junio de 1980 a 8,5% (166% anualizado) en junio de 1985. Este cambio en la dinámica inflacionaria es también evidente en estudios cuantitativos, como Sargent et al. (2009, Gráfico 3) y Castillo et al. (2012), y se describe con más detalle en el Apéndice.

Gráfico 8-3
Inflación mensual y ritmo inflacionario, 1980 a 1990



Nota: Variación porcentual mensual del índice de precios al consumidor y su promedio móvil centrado de 13 términos, de enero de 1980 a julio de 1990. Escala logarítmica.

Fuente: Estadísticas BCRP (serie PN01270PM). Elaboración propia.

Ortiz y Winkelried (2021) argumentan que la inflación alta fue el talón de Aquiles del esquema, al poner en manifiesto sus inconsistencias internas. Por un lado, la inflación doméstica conduciría a una apreciación real, a un aumento en la demanda por importaciones, a una merma en la competitividad del sector exportador y, finalmente, a un progresivo deterioro de la brecha externa. El desequilibrio podría resolverse con la depreciación de la moneda, pero persistiría e incluso se acentuaría en el contexto de controles de cambios, llevando al drenaje las reservas internacionales. Por otro lado, la inflación erosionaría el poder de compra de los ingresos fiscales, generando una mayor dependencia del financiamiento inflacionario, es decir, el efecto Tanzi (véase Flores, 1989; Roca y Simabuko, 1993), mientras que el financiamiento fiscal con la *maquinista* generaría un repentino exceso de moneda nacional, presionando al alza sobre el tipo de cambio que, en defensa de una paridad, serían contrarrestadas con una mayor reducción de las reservas internacionales.

Programas ortodoxos

Ante las disyuntivas del recurrente contexto inflacionario, la opción más usual de implementar medidas de estabilización fueron los denominados programas ortodoxos,

avalados por el FMI y de donde usualmente provenían las condicionalidades de los acuerdos *stand-by*. La premisa era la ya descrita: la alta inflación reflejaba un exceso de gasto agregado, financiado con emisión monetaria, más allá de lo establecido por los fundamentos de la demanda por dinero. El crecimiento del gasto, por encima de la capacidad de producción de la economía, además, incrementaba el desequilibrio externo, cubierto con las reservas internacionales del BCRP hasta que alcanzaran niveles críticos o, simplemente, se agotaran.

Los programas ortodoxos usualmente iniciaban con una gran devaluación y una posterior fijación del tipo de cambio. La corrección cambiaria permitiría una depreciación real para aliviar los desbalances externos, encareciendo las importaciones e impulsando las exportaciones, permitiendo una recuperación de las reservas internacionales. El fisco, por su parte, debía mejorar su posición operativa y financiera, tanto reduciendo gastos excesivos, por ejemplo, recortando subsidios o abandonando algunos controles, como incrementando ingresos, usualmente a través del reajuste de los precios de servicios públicos o de los productos de las empresas públicas o del incremento de impuestos. Finalmente, el exceso de oferta monetaria sería moderado con restricciones cuantitativas sobre la cantidad de crédito financiado con emisión del Banco Central, de modo que la inflación se anclara a cada vez menores tasas de emisión. Estos ajustes son, en neto, recesivos.

El Gobierno militar se dispuso a implementar, entre 1976 y 1978, programas de ajuste ortodoxos ante el evidente descontrol fiscal y del endeudamiento externo. Roca y Priale (1987) y Ramírez (1988) documentan que estos esfuerzos no brindaron la estabilidad prometida, principalmente, por el incumplimiento del Gobierno con los acuerdos *stand-by* con el FMI. Como señala Parodi (2007), el Gobierno militar simplemente no tuvo la voluntad política de enfrentar el descontento popular que derivaría del ajuste.

Ramírez (1988) también indica que, con el retorno a la democracia, el Gobierno de Belaúnde se embarcó en la implementación de reformas orientadas a liberalizar la economía y controlar la inflación. No obstante, estos programas tenían serias contradicciones internas. Por ejemplo, el precio de los combustibles, insumo esencial de

las empresas públicas, era fijado en dólares, siguiendo una paridad internacional, haciendo que la depreciación de la moneda deteriorara rápida y directamente las cuentas fiscales. Más aún, muchas iniciativas reformistas fueron postergadas ante un durísimo año 1983, cuando a la crisis de deuda externa internacional se le sumó las graves consecuencias del muy severo Fenómeno El Niño que destruyó buena parte de la infraestructura en el norte del país. Todo ello provocó una caída sin precedentes en el PBI de 13%. Véase Lago (1991, 2022) y el Capítulo 7 de este libro.

A pesar de ello, hacia el final de esta gestión se hizo un esfuerzo significativo por dejar a la administración siguiente una economía en mejor posición (véase Roca y Priale, 1987). El último ministro de economía y finanzas, Guillermo Garrido Lecca, en coordinación con el FMI, consiguió implementar un programa de ajuste ortodoxo. Cáceres y Paredes (1991a,b) hallan que el programa ciertamente redujo el déficit fiscal, mejoró las cuentas externas, aumentó el tipo de cambio real y acrecentó la presión tributaria (véase los Cuadros 8-1 y 8-3). Sin embargo, como se aprecia en el Gráfico 8-3, no fue particularmente exitoso en bajar la inflación.

Cuadro 8-3

Finanzas públicas (% del PBI), 1980 a 1990

	Ingresos corrientes del Gobierno central	Gastos corrientes del Gobierno central	Ingresos corrientes del sector público no financiero	Gastos corrientes del sector público no financiero	Gastos de capital del sector público no financiero	Resultado económico sector público no financiero
1980	17,0	15,0	45,0	42,4	7,0	-3,9
1981	14,4	14,2	38,9	38,3	7,9	-6,7
1982	14,2	14,1	40,4	40,4	8,7	-7,6
1983	12,0	16,2	42,7	45,0	8,8	-10,2
1984	13,9	15,1	38,4	37,5	8,1	-6,6
1985	14,8	14,7	41,0	38,0	6,3	-2,8
1986	12,6	13,7	31,0	31,3	5,6	-5,6
1987	9,2	13,1	25,5	28,5	4,6	-7,3
1988	9,4	11,4	25,8	30,4	4,1	-8,5
1989	7,1	10,5	21,3	24,8	3,9	-7,1
1990	9,5	11,8	22,3	24,1	2,7	-4,5

Fuente: Memorias del BCRP.

3. El plan heterodoxo

El Gobierno de García inició con los mismos desafíos de su predecesor: controlar la inflación, crecer sin terminar en una nueva crisis de balanza de pagos, disminuir la carga

de la deuda externa, y encontrar una senda de consolidación fiscal creíble. La respuesta sería, sin embargo, distinta.

Los programas ortodoxos no eran apreciados por los Gobiernos por lo impopulares que resultaban sus medidas de ajuste y austeridad fiscal. Los políticos de la época, además, solían sostener que la severidad de los planes respondía a las condicionalidades del FMI, quien seguía una agenda “imperialista”, más que a una necesidad real por restituir equilibrios macroeconómicos básicos. Como sugieren Pastor y Wise (1992), si a ello se le aúna el descrédito de los planes ortodoxos fallidos, entre fines de los setenta e inicios de los ochenta, se facilitó las condiciones para implementar un plan heterodoxo durante la administración de García (véase, además, Zúñiga 1988).

A nivel intelectual, los planteamientos heterodoxos encontraron inspiración en las experiencias de Brasil (Plan Cruzado), Argentina (Plan Austral) e Israel, muy bien descritas en Schuldt (1988a,b), Ramírez et al. (1988) y Kiguel y Liviatan (1992): ellas fueron inicialmente exitosas en reducir la inflación y estimular la actividad económica. Aunque ahora sabemos que se trataban de victorias pírricas, la promesa heterodoxa despertó mucho entusiasmo en la época. Por ejemplo, se argumentaba “el éxito político de la heterodoxia tiene su contraparte en el fracaso político de la ortodoxia (por lo menos en democracia)” (Dancourt, 1988, p. 33), ya que se señalaba que la primera induce un proceso de desinflación, reactiva la economía y redistribuye contra las ganancias a favor de los salarios, a costa de generar un déficit comercial, mientras que la política ortodoxa acelera la inflación, redistribuye a favor de las ganancias y restaura el equilibrio externo. Carbonetto et al. (1987), un volumen celebratorio escrito por los asesores del Gobierno, es el texto emblemático que condensa los fundamentos de la heterodoxia que sería aplicada en el país.³

³ Los estudios de Pastor (1988) y Mujica (1990) presentan refinamientos y críticas al enfoque original de Carbonetto et al. (1987), y son también ilustrativos del marco conceptual y la modelización matemática bajo la perspectiva heterodoxa.

Diagnósticos y respuestas de la heterodoxia

El enfoque heterodoxo promueve el uso intensivo de “políticas de ingreso”, que no son otra cosa que la fijación de precios, salarios y márgenes de ganancias, muy apreciadas por los políticos al tratarse de medidas con visos populistas. Según Kiguel y Liviatan (1992), la lógica de un plan desinflacionario heterodoxo es complementar un plan ortodoxo con estas medidas, basadas en el entendimiento de que los episodios de alta inflación vienen acompañados de procesos de indexación de todos los precios de la economía y, por lo tanto, su descenso requería un ajuste orquestado de todos los precios. De esta manera, el componente de expectativas inflacionarias podía ser controlado, dejando la conquista final del proceso inflacionario a los ajustes fiscal y monetario.

La narrativa heterodoxa mantenía como premisa que la inflación no solo era un fenómeno fundamentalmente inercial, sino que era determinada por presiones de costos, sin guardar necesariamente relación con excesos de demanda, señalados por el diagnóstico ortodoxo. Los costos de producción podían ser muy variados (precios de insumos, tasas de interés, tipo de cambio y márgenes de ganancia), y su contracción estaría ligada directa o indirectamente con el traspaso de precios esenciales, como las tarifas públicas, bajo el control del Gobierno.

Como resume Salazar (1988), los economistas heterodoxos distinguían tres categorías de precios en la economía. Primero: bienes y servicios públicos producidos por empresas estatales, cuyos precios o tarifas eran decididos directamente por el Gobierno, usualmente con objetivos políticos, y no bajo criterios técnicos. Segundo: los bienes producidos localmente a cargo de empresas privadas, cuyos precios se fijaban como un margen de ganancia sobre los costos de los insumos que, a su vez, formaban parte del primer grupo (por ejemplo, electricidad) o de insumos importados (por ejemplo, fertilizantes). Finalmente, bienes y servicios, cuyos precios, en efecto, respondían a la libre interacción entre la oferta y demanda. Se argumentaba que eran los dos primeros grupos los que tenían la mayor relevancia en la caracterización del proceso inflacionario.

Por otro lado, en el discurso heterodoxo eran recurrentes las referencias a la existencia de un persistente exceso de oferta, manifestado en los registros de capacidad ociosa en las industrias, lo que daba suficiente espacio para estimular la demanda.⁴ Más aún, primaba una visión de libro de texto sobre el efecto multiplicador keynesiano, que se potenciaría al estimular el consumo del grupo con mayor propensión a consumir: los pobres. Como se discute en Lago (1991) y Hnyilicza (2001), esta idea hacía que los programas heterodoxos normalmente presentaran dos objetivos paralelos a la estabilización de precios: la reactivación económica y la redistribución del ingreso.

Es así como emerge un marco conceptual que, en un supuesto contexto de exceso de oferta, el control minucioso de salarios, precios de insumos, márgenes de ganancias y precios de bienes, políticamente sensibles —por métodos administrativos o por decreto—, justificaba el uso de políticas macroeconómicas expansivas, sin la necesidad de detenerse en analizar sus inconvenientes consecuencias inflacionarias. La siguiente cita resume con elocuencia esta visión:

Es necesario gastar, aun a costa de un déficit fiscal, pues, si este déficit es resultado de transferir recursos públicos al consumo de los más pobres para que demanden más productos y se reduzcan así los costos unitarios, ese no será un déficit con efectos inflacionarios, sino todo lo contrario (Carbonetto et al., 1987, p. 82).

Por el lado externo, se cuestionaba la prescripción de que una depreciación cambiaria servía como mecanismo de corrección de desbalances externos. Según esta visión, la oferta exportadora de una economía primario-exportadora, como la peruana, se determina únicamente por los precios internacionales de las materias primas, y la capacidad extractiva del país, y no por el tipo de cambio. Luego, la única manera para generar un superávit, en la cuenta corriente, era a través de una recesión. En cambio, primaba la opinión de que una depreciación encarecería el servicio de la deuda externa, además de incrementar el precio de bienes importados: los esenciales y los insumos

⁴ Desde una perspectiva más reciente, véase por ejemplo Winkelried (2013), la actividad inflacionaria corresponde al concepto de brecha del producto: los desvíos de la demanda efectiva respecto al producto agregado consistente con la estabilidad de precios. Hnyilicza (2001, cap. 6) señala que los asesores económicos del Gobierno confundían este concepto con el de capacidad ociosa, y que las medidas usuales de capacidad ociosa, como índices de utilización de capacidad instalada en el sector manufacturero, responden a consideraciones ingenieriles o de planta, que poco tienen que ver con la estabilidad de precios.

utilizados en la producción local. Por tanto, el tipo de cambio era un precio obvio para ser controlado.

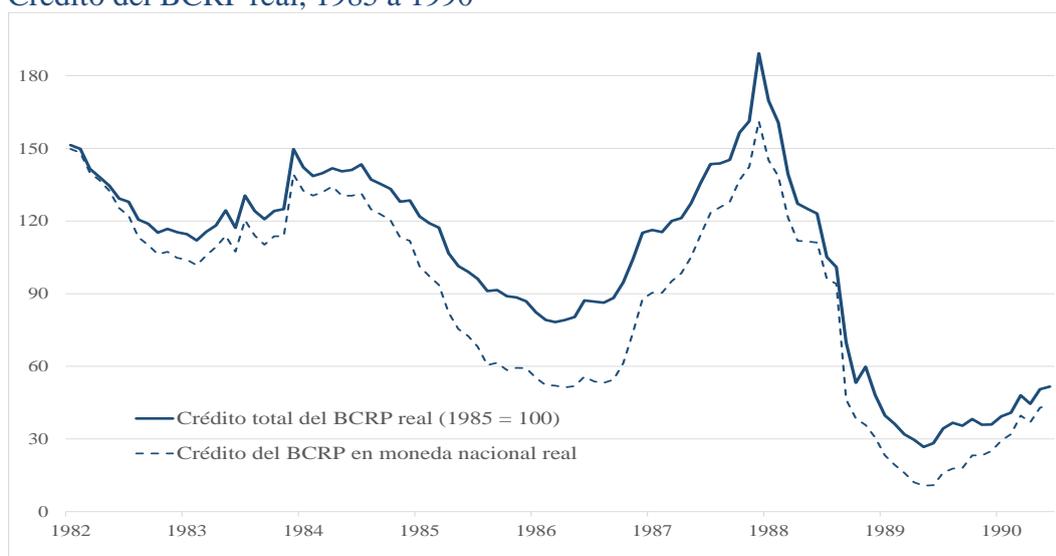
Si bien lo descrito corresponde a la esencia de un plan heterodoxo, como señalan Pastor y Wise (1992), la administración aprista introdujo elementos adicionales, como límites al pago de los intereses de la deuda externa en términos de las exportaciones.⁵ El programa económico inicial del Gobierno se denominó Plan de Emergencia, y consistió en la fijación de varios precios básicos de la economía, incrementos salariales y reducciones tributarias. Un recuento detallado de las medidas del plan se encuentra en Carbonetto et al. (1987, cap. III), Lago (1991) y Velarde y Rodríguez (1992a). Destacan: (i) luego de una devaluación inicial de 12%, el tipo de cambio quedó congelado por 12 meses; (ii) se recortaron las tasas de interés; (iii) se congelaron los precios de servicios públicos; (iv) se mantuvieron los precios de varios bienes producidos privadamente; los salarios se aumentaron en 25% y se dieron incrementos sucesivos cada cuatro meses; y (vi) se bajó la tasa del impuesto general a las ventas de 11% a 6%.

Euforia inicial

Inicialmente, el plan fue acompañado por una oportuna moderación de la política monetaria. El crecimiento del crédito del BCRP pasó de tasas de 90% en julio de 1985 a tasas del orden del 60% durante los primeros meses de 1986 (ver Gráfico 8-2), lo que produjo una contracción del crédito real del BCRP de 9.8% entre julio de 1985 y julio de 1986 (ver Gráfico 8-4). La política fiscal también mostró prudencia relativa a otros años, reduciendo el déficit del año 1985 (ver Cuadro 8-3).

⁵ Como señala Boughton (2001, p. 785), a pesar de que el Perú no tenía un problema de capacidad de pago tan severo como otros países de América Latina, García adoptó una política de *default* beligerante, como una decisión exclusivamente política. No obstante, es interesante precisar que, en la práctica y sin la retórica anti-FMI que impulsaría García, el presidente Belaunde ya había dejado de atender muchas de las obligaciones internacionales llevando la ratio de servicio de deuda sobre exportaciones de casi 45,8% en 1981 a 17,4% en 1984 (ver Cuadro 8-1). Señalar como un gran avance solo pagar el 10% como lo hizo García, no era particularmente audaz, sin mencionar que en los hechos no llegó a rebajar dicho servicio más allá de tres puntos porcentuales.

Gráfico 8-4
Crédito del BCRP real, 1985 a 1990



Nota: Series deflactadas por el IPC y expresadas como índices tales que (1985 = 100) para el crédito total del BCRP, de enero de 1982 a julio de 1990.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (1996), Cuadros 40 y 43, Estadísticas BCRP (serie PN01270PM). Elaboración propia.

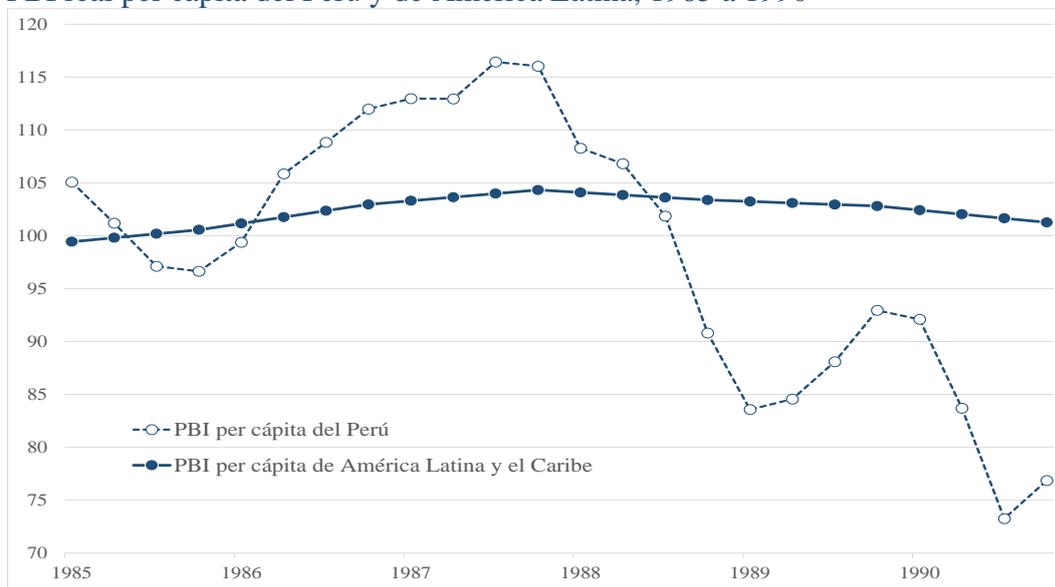
Tal y como había ocurrido con los planes Austral y Cruzado, el programa económico heterodoxo del APRA brindó frutos en el corto plazo. La inflación, que parecía imposible de someter, bajó de un ritmo mensual de 7,9% (150% anualizado) a alrededor de 4,0% (60% anualizado) durante el segundo trimestre de 1986. La disminución fue, de hecho, bastante rápida: la inflación mensual y anualizada fue de 10,8% (242%) en agosto de 1985, 3,0% (42%) en octubre y 2,8% (39%) en diciembre, su valor mínimo en cinco años (ver Gráfico 8-3).

Además, el fuerte estímulo llevó a la actividad económica de tener bajas tasas de crecimiento a un *boom* sin precedentes de dos años de duración: el alza del PBI real pasó de 2,0% en 1985, a 9,4% en 1986 y 9,7% en 1987. Como se muestra en El Gráfico 8-5, el PBI real per cápita desestacionalizado del último trimestre de 1987 fue 19,5% mayor al nivel a inicios del Gobierno (tercer trimestre de 1985). Esta expansión conllevó importantes mejoras en el empleo e ingresos familiares. Un reporte de la época, del Banco Central de Reserva del Perú (1988), indica que entre julio de 1985 y julio de 1987, en Lima Metropolitana, se registró un incremento promedio de 1,63 a 1,87 ocupados por familia, y de 1,98 a 2,27 en el caso de la clase media; a su vez, el ingreso real de las familias de clases media y bajas de Lima Metropolitana crecieron, respectivamente,

41,5% y 31,9%. Estas mejoras en un corto plazo promovieron una enorme sensación de bienestar en la población.

Gráfico 8-5

PBI real per cápita del Perú y de América Latina, 1985 a 1990



Nota: Para el Perú, el PBI real per cápita trimestral es desestacionalizado con el método X12. Para América Latina y el Caribe, el PBI real per cápita anual es trimestralizado con el método de Denton. Ambas series son expresadas como un índice (1985 = 100) y cubren el periodo de 1985.I a 1990.IV

Fuente: Estadísticas BCRP (series PN02516AQ y PM04861AA) y *World Development Indicators* (serie NY.GDP.PCAP.KD). Elaboración propia

Desequilibrios y sostenibilidad

Si bien el alto crecimiento fue un bálsamo después de años de continua crisis económica, también haría insostenible el programa económico. Ello fue así pues una parte esencial del programa consistía en enfrentar la seria limitación de divisas con una explosiva mezcla de tipo de cambio fijo desalineado para frenar la inflación, restricciones al pago del servicio de la deuda externa, y un cada vez más engorroso esquema de tipos de cambio múltiples. No obstante, la administración aprista privilegió el crecimiento de corto plazo a la estabilidad macroeconómica, y en lugar de consolidar las conquistas iniciales sobre el proceso inflacionario, acompañándolas de medidas de ajuste fiscal y monetario, optó por ignorar las consecuencias de su propio plan.

Fueron varios aspectos del esquema que presionaron las cuentas fiscales, aunque el más inmediato: los controles de precios. Los larguísimos congelamientos de las tarifas de los servicios públicos se convirtieron en pérdidas de las empresas estatales, que serían financiadas por el contribuyente. Más aún, Trillo y Vega (1989) muestran que los controles de precios “privados” se concentraban en bienes producidos, mayoritariamente, por el sector moderno formal de la economía; así, más allá de distorsionar la asignación de recursos e incentivar el incremento del contrabando, mermaron la base tributaria, y redujeron significativamente la recaudación fiscal. Trillo y Vega (1989) estiman que la evasión del impuesto a la renta y el IGV ascendió a 4,4% del PBI en 1987, casi la mitad de los ingresos corrientes del Gobierno central de ese año (ver Cuadro 8-3).

A su vez, el financiamiento monetario para sostener las finanzas públicas se hizo cada vez más necesario: los créditos del BCRP se incrementaron a tasas de 140% durante los primeros meses de 1987 y a más de 200% a partir de julio de 1987 (ver Gráfico 8-2). Ello representó un fortísimo estímulo monetario, con un incremento del crédito real del BCRP de 118,1% (4,7% mensual) entre julio de 1986 y diciembre de 1987 (ver Gráfico 8-4). Por supuesto, la desproporcionada expansión del crédito interno creó presiones inflacionarias que desbordaron los controles y congelamientos. Se pasó de un ritmo inflacionario mensual de 3,8% (57% anualizado) en marzo de 1986 a 7,4% (134%) en agosto de 1987, similar al del inicio del Gobierno, en julio de 1985. Para noviembre de 1987, el ritmo inflacionario cruzaría por primera vez el 200% anualizado (10,1% mensual), con un valor de 217%, y no regresaría a ese nivel en varios años (ver Gráfico 8-3).

La política cambiaria, concebida como otra herramienta para reducir la inflación, también traería enormes distorsiones y dificultades: después de la devaluación inicial de 12%, en agosto de 1985, se congeló el tipo de cambio oficial. La ganancia de paridad fue breve y rápidamente compensada por el fuerte aumento de las importaciones, natural reflejo del vigoroso aumento de la demanda agregada por encima de la capacidad de respuesta del aparato productivo. Ello, sumado a la retórica de limitar el pago del servicio de la deuda externa a no más del 10% del valor de las exportaciones, hacía claro que el equilibrio macroeconómico se resolvería con una moneda más depreciada. Lejos de

permitir que el tipo de cambio refleje la creciente escasez de divisas, el programa prefirió privilegiar el rol antinflacionario del tipo de cambio, con claro sesgo anti exportador. Como se discute en García (1988), la negativa a devaluar ocurría en un contexto donde muchos insumos utilizados por las empresas públicas eran importados, por lo que corregir el atraso cambiario incrementaría sus costos de producción. Ello, a su vez, obligaría al Gobierno a un impopular reajuste de las tarifas públicas o afrontar las pérdidas fiscales de mantenerlas.

De este modo, a pesar del rebrote inflacionario, el tipo de cambio se mantuvo fijo hasta fines de 1986. Sin embargo, a inicios de 1986, se comenzó a observar una importante apreciación real, lo que impulsó aún más la demanda por importaciones, y restó aún más competitividad a las exportaciones. El exceso de demanda por dólares, producto del desbalance comercial, debió ser cubierto con reservas internacionales del BCRP. Como se discute en González Izquierdo (1988), la balanza de pagos se convirtió en el mecanismo a través del cual el mercado monetario conseguiría su ajuste deseado. Ello ocurriría, finalmente y de modo traumático, en 1988, año en que las reservas internacionales netas fueron negativas (ver Cuadro 8-1).

Antes del colapso, hubo un intento de ajustar el rígido esquema de tipo de cambio fijo por una versión más flexible, y se adoptó un esquema de tipo de cambio administrado, empezando con mini- devaluaciones preanunciadas entre enero y julio de 1987. Barreto (1989) describe el episodio y muestra que, dado el contexto inflacionario, las minidevaluaciones nunca fueron suficientes para mejorar el tipo de cambio real y corregir los desbalances externos.

Por su parte, se estableció un régimen cambiario con múltiples tasas, como un esotérico mecanismo para tratar de frenar el drenaje de reservas internacionales: mediante este esquema, se apuntaba a dos objetivos, mutuamente contradictorios. Por un lado, se quería favorecer la acumulación de reservas, impulsando las exportaciones que pudieran traer dólares, ofreciéndoles un tipo de cambio mucho más alto que el oficial, mientras se penalizaban las importaciones consideradas no esenciales, forzándolas a utilizar un tipo de cambio muy superior al oficial. Pero, por otro lado, se buscaba frenar la inflación permitiendo comprar divisas a un tipo de cambio oficial, muy

distante del mercado paralelo. El diferencial de mantener tipos de cambios de compra por encima de los de venta, era cubierto por el BCRP con emisión primaria, constituyéndose así otro factor inflacionario.⁶

Los tipos de cambio múltiples se diferenciaban por tipo de producto de exportación y de importación y, a veces, por empresa. A su vez, se aplicaban sobre una estructura arancelaria compleja, y sobre restricciones cuantitativas, como las licencias y las prohibiciones a importar (ver Cuadro 8-4). Por más que se multiplicaron los permisos previos de importación como una barrera adicional a los altos aranceles, el incentivo para conseguir los dólares del mercado oficial llevó a escandalosos actos de corrupción, donde se favoreció a empresarios cercanos al régimen.

Cuadro 8-4
Restricciones para arancelarias, 1980 a 1990

	Partidas con importación libre	Partidas con importación restringida u observada	Partidas con importación prohibida	Partidas con importación temporalmente prohibida	Universo arancelario
1980	4 990	107	7	-	5 104
1984	4 996	126	7	172	5 301
1985	3 259	1 553	525	-	5 337
1986	3 224	1 574	541	-	5 339
1987	-	4 715	539	-	5 254
1988	-	4 724	539	-	5 263
1989	4 192	535	539	-	5 266
1990	5 269	-	-	-	5 269

Fuente: Memorias del BCRP.

En Banco Central de Reserva del Perú (1989) se muestra que este desorden cambiario fue claramente incapaz de detener el problema inflacionario o de corregir la pérdida de reservas internacionales. La aplicación de tipos de cambios múltiples, sumada a otros instrumentos de política comercial, como cambios en los aranceles, elevó la dispersión en los recargos a las importaciones, generando señales confusas respecto a las

⁶ Las pérdidas cambiarias que enfrentaba el BCRP al financiar estas operaciones, y otras como créditos irrecuperables, dieron paso a cuantiosos déficits cuasi fiscales, que superaban el 1% del PBI anual. Según Choy y Dancuart (1990), dado que el origen del déficit cuasi fiscal era, a la larga, fiscal, era necesario y urgente incorporar estos resultados en el cómputo del déficit fiscal tradicional para conseguir un panorama más realista de la situación fiscal del país: véase, además, Cáceres (1990).

rentabilidades de los sectores con ventajas comparativas. Armas y Palacios (1989) concluyen, de modo similar, que el esquema solo trajo grandes distorsiones en los precios relativos de los bienes transables, afectando negativamente la asignación de recursos en la economía.

Una vez más, el programa económico de la administración aprista tenía en sus propios fundamentos las semillas de su propia autodestrucción. Ese financiamiento monetario desbocado terminó expresándose en alta inflación, en mayor desalineamiento cambiario, y en crecientes necesidades de controles cambiarios y políticas arancelarias y paraarancelarias, que básicamente buscaban reducir la demanda por dólares. La inflación no dejó de acelerarse desde agosto de 1986 hasta junio de 1989: la inflación anual regresó a tres dígitos en noviembre de 1987, y superaría los cuatro dígitos al año siguiente.

El año de las recetas fallidas: 1987

Hacia julio de 1987, era bastante evidente que la economía se encontraba en una senda insostenible: además del incremento en la inflación y los desequilibrios externos, el crecimiento económico estaba próximo a agotarse. Si bien por efectos inerciales, el PBI per cápita desestacionalizado crecería a una tasa alta de 3,7% (15,5% anualizado), durante el tercer trimestre, en el cuarto trimestre, el crecimiento sería casi nulo: 0,2% (0,9% anualizado). No obstante, 1987 fue un año de malas decisiones.

Con la salida del ministro Luis Alva Castro, en julio de 1987, llegó Gustavo Saberbein, quien pertenecía al grupo de asesores del Plan de Emergencia original. Por ello, durante su gestión no hubo cambios fundamentales de enfoque de política económica, sino medidas accesorias y cosméticas a pesar de las exigencias del contexto. De hecho, el ministro sería recordado, no solo por su locuacidad, sino por su negacionismo. El agotamiento de las reservas internacionales fue ocultado buscando hablar de reservas internacionales brutas, en lugar de netas, aduciendo que había obligaciones que no se estaban pagando. De manera inexplicable, la distinción entre bruto y neto fue también trasladada a la inflación, volviendo a la inflación neta, usualmente menor que la bruta, la medida preferida de comunicación del Gobierno. No

fue bueno para la credibilidad el régimen que se percibiera que los problemas no se enfrentaban abiertamente, sino que se intentaba ignorarlos u ocultarlos.

También en julio de 1987, se decidió restituir el Mercado Único de Cambios (MUC). Para tales efectos, atestigüamos un episodio de evidente interferencia del Gobierno a la autonomía del BCRP, ya que mediante el Decreto Supremo 159-87-EF se dispuso que la política cambiaria sea fijada por el Ministerio de Economía y Finanzas (véase Guevara, 1999). Esta acción mandó un inequívoco mensaje de dominancia fiscal, a pesar de los intentos de las autoridades monetarias por transmitir un mensaje opuesto de manejo técnico autónomo.

Finalmente, ocurrió un giro clave en la administración aprista. Si bien hasta entonces la retórica había sido de mucha confrontación con el FMI y la banca internacional, existía una suerte de entendimiento y coordinación con el sector empresarial nacional. Sin embargo, en el discurso anual de julio, frente al Congreso, el presidente García anunció la estatización de la banca, lo que marcaría un hito en su administración. La noticia provocó un sostenido rechazo de la oposición y, crecientemente, de la mayoría de la población; además, la postura destruyó la confianza empresarial y ahondó la crisis económica en el Perú. Se detuvieron una serie de decisiones de inversión ante la amenaza de que el régimen optara por sanciones similares a sectores que no fueran afines.⁷

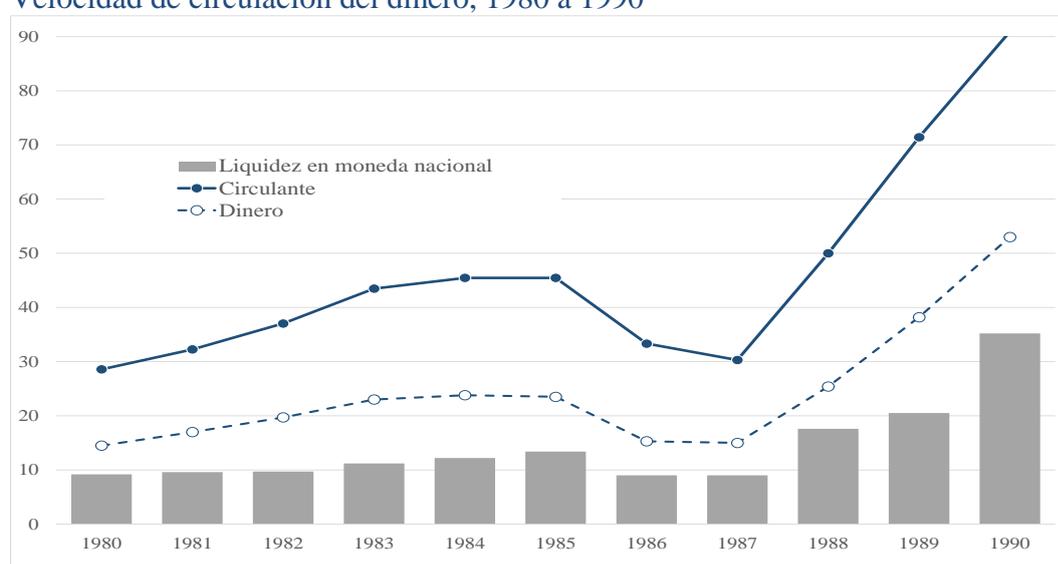
A todo lo anterior, se sumó la insostenible política de financiamiento a la banca de fomento con préstamos con tasas de interés reales negativas que, en muchos casos, nunca fueron repagados y que costaron casi 2% del PBI en 1987: dichos empréstitos fueron financiados con emisión monetaria desde el BCRP. Para empeorar más las cosas, la recaudación de impuestos enfrentaba el efecto Tanzi, es decir, perdían rápidamente valor ante la aceleración de la inflación y la falta de indexación de la base imponible. Para el año 1987, el déficit fiscal se había triplicado, como porcentaje del PBI, al

⁷ Como sostienen varios autores, por ejemplo, Lago (1991), es incorrecto señalar que la hiperinflación fue provocada por la decisión de intentar estatizar a la banca. Sin duda, la decisión destruyó la confianza empresarial, pero podría haber ocurrido, sin alterar fundamentalmente el descalabro monetario y fiscal que, a la larga, terminó en hiperinflación.

resultado de 1985, y la fuente de financiamiento principal era la monetización de dicho déficit fiscal (véase Banco Mundial, 1989).

Como se detalla en González Izquierdo (1988), mientras el Gobierno seguía inyectando dinero a la economía para financiar sus operaciones, la demanda por dinero se reducía, y esta acelerada huida del dinero solo podía reflejarse en un alza, cada vez más acelerada de los precios, y en el aumento sin freno en la velocidad de circulación del dinero: véase el Gráfico 8-6.

Gráfico 8-6
Velocidad de circulación del dinero, 1980 a 1990



Nota: La velocidad de circulación es la inversa del coeficiente de monetización (agregado monetario como porcentaje del PBI nominal).

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (1996), Cuadros 2 y 3. Elaboración propia.

Emerge, entonces, un círculo inflacionario:

A pesar de que el déficit fiscal es menor como porcentaje del PBI, su financiamiento a través de la emisión primaria tiene consecuencias negativas más acentuadas [...]. Ahora financiar a través de créditos del BCRP un déficit de solo 3% significaría prácticamente duplicar la liquidez nominal de la economía, lo que, en las circunstancias actuales, en las que nadie quiere mantener intis, equivale a echar gasolina al incendio (Choy, 1989, p. 23).

No obstante, la respuesta del Gobierno a los profundos desafíos del momento fue ahondar los mecanismos de intervención estatal en la economía: se optó por una política de crecimiento selectivo, donde se escogieron sectores que debían ser apoyados, y otros a los que se les iba a dejar tener acceso a un tipo de cambio más barato para sus

importaciones que el resto, y sectores a los que se les iba a seguir dando créditos subsidiados. Se reforzó, además, la pretensión de controlar todo el mecanismo de asignación de recursos que implica el sistema de precios de una economía, algo imposible de hacer sin cometer errores y provocando enormes incentivos para buscar ser favorecido. La ilusión de tener la capacidad de controlar los mercados acabaría cuando las reservas internacionales se agotaron, hacia fines de 1987.

Errores e incoherencias del plan

Las incoherencias en el diseño del plan llevaron inevitablemente a la pérdida de credibilidad sobre su efectividad lo que, a su vez, es el origen de su fracaso. Así, paradójicamente, el programa heterodoxo terminó atenazado por los mismos problemas que quiso combatir (inflación, recesión y desequilibrio externo).

Calvo y Végh (1994, 1999), en referencia a otros planes antiinflacionarios latinoamericanos, enfatizan que toda medida basada en el control del tipo de cambio y otros precios básicos de la economía requiere ser creíble y, para ello, se precisa, como mínimo, consistencia macroeconómica. En el contexto de un tipo de cambio fijo, que intenta ser un ancla para las expectativas inflacionarias, la falta de credibilidad se hace palpable cuando los agentes económicos esperan una devaluación; es decir, el anuncio hecho por el Gobierno de un tipo de cambio fijo, como una medida permanente, es percibido como temporal. Ello gatilla la recomposición de activos financieros hacia activos denominados en dólares, y huyendo, en la medida de lo posible, de activos financieros en moneda nacional. La sobredemanda por activos en dólares se refleja en una depreciación acelerada en el mercado paralelo, que a su vez fuerza a los agentes económicos a modificar los precios, siguiendo el comportamiento del tipo de cambio paralelo, y no del tipo de cambio oficial. Lo que debería servir como un ancla nominal estabilizadora de expectativas inflacionarias termina siendo un anuncio sin impacto.

Textos como Schuldt (1988b), Kiguel y Liviatan (1992) o Pastor y Wise (1992), entre otros, son muy claros en enfatizar que el aparato heterodoxo tiene vigencia en el corto plazo, siendo difícil evaluar sus bondades en el mediano y largo plazo:

Desgraciadamente, la política heterodoxa no puede durar para siempre en este modelo, dada la estrecha conexión inversa postulada entre el nivel de empleo y equilibrio externo. Tarde o temprano, la expansión del nivel de empleo agota las reservas de divisas vía el déficit comercial que provoca. Y así es como la política heterodoxa muere de muerte económica (Dancourt, 1988, p. 33).

No obstante, cuando no son estáticos, los análisis (matemáticos y narrativos) suelen ser imprecisos en la dimensión temporal de las relaciones macroeconómicas, dificultando así la separación de corto y largo plazo o haciendo muy imprecisa la determinación de “tarde o temprano”.

Esta laxitud en el tratamiento del tiempo explicaría, en nuestra opinión, el uso de algunos supuestos que hoy por hoy se considerarían, por decir lo menos, controversiales. Un primer ejemplo es la idea de que los precios finales de la economía sean tratados como la sumatoria de sus costos. Salazar (1988) indica que este resultado contable es estático y que, a pesar de que obviamente se refleja en algunas correlaciones, no implica una causalidad válida para el análisis económico. Un segundo ejemplo es la observación de que el déficit fiscal no guarda relación con la inflación. Paliza (1989) muestra que este vínculo está presente en todo momento, durante el periodo de 1970 a 1988, y que es posible concluir que una política fiscal expansiva siempre conlleva una política monetaria acomodaticia e inflacionaria. El quid del asunto es que estos efectos se manifiestan con rezagos, y con dinámicas que no son homogéneas a lo largo del tiempo (véase, además, Sargent et al. 2009).

Por otro lado, el planteamiento heterodoxo inherentemente intervencionista otorgaba un rol central al burócrata encargado de implementar las medidas de política. Puede decirse que la heterodoxia fracasa “[...] porque la organización institucional del Estado y la burocracia no tienen capacidad administrativa, técnica ni moral para llevar a cabo políticas económicas que requieren eficiencia y honradez en la ejecución y control de las acciones” (González de Olarte, 1989, p. 51). Ciertamente, los controles, cuotas, prohibiciones y, en general, asignaciones dirigidas desde el Gobierno constituyen oportunidades de corrupción. No sorprende luego, que un intervencionismo desmedido, se asocie con una corrupción de tal magnitud, que anule cualquier potencial efecto positivo de las acciones de política económica.

No obstante, incluso en un idílico mundo sin corrupción, las políticas heterodoxas implicaban tareas vinculadas con el cálculo económico imposibles de ejecutar para el burócrata. Un ejemplo bien documentado se refiere al comportamiento de los precios relativos en el contexto de controles de precios. Se trata de intervenciones, tremendamente distorsionadoras, y cuyos desequilibrios se acumulan, salvo en el improbable caso que la fijación de precios induzca a una asignación con precios relativos de equilibrio. Ello ocurriría solo por casualidad: los precios de equilibrio son imposibles de calcular en tiempo real, por lo que los funcionarios no lo observarían, al margen de sus capacidades técnicas y competencias, y en buena medida, tendrían que “adivinarlos”. Surgen, así inevitables “atrasos” ampliamente documentados. Por ejemplo, García (1988) muestra que, respecto a julio 1985, en octubre de 1988 se habían acumulado atrasos de hasta más de 80%, que requerían incrementos de entre 20% y 720% (promedio ponderado de 200%) en los rubros de consumo básicos como arroz, aceite, pollo, kerosene, gas, electricidad y pasajes urbanos. Mendoza (1989) reporta una importante reducción en otros precios relativos agrícolas en el mismo periodo, mientras que Loyola (1989) estudia las tendencias persistentemente decrecientes en los precios relativos de productos importados y de los bienes controlados.

A su vez, mientras se sobrestimaban las capacidades del Gobierno, se subestimaban las del resto de agentes económicos, en particular en cuanto a la formación de sus expectativas, que eran reconocidas como un factor importante del proceso inflacionario, pero el tratamiento sobre qué hacer con ellas era tangencial. En el planteamiento más estándar, las expectativas derivaban de un proceso de extrapolación mecánico y miope, sin incorporar cuestiones tan básicas como si las políticas en marcha eran anunciadas o sorpresivas. Campos (1988) ilustra cómo en el contexto de control de precios, tan pronto se informaba el reajuste de precios regulados, los precios “libres” se realineaban, manteniendo una estructura de precios relativos esperada. Con el propósito de no generar una recesión, la política monetaria se acomodaría y validaría el realineamiento, por lo que, lejos de abatir la inflación, el anuncio de ajustes de precios controlados terminaría alimentándola. Como sugiere Campos (1989), este efecto prospectivo (*forward-looking*), más relevante conforme la inflación se acelera, constituye una forma de inercia sobre la que el ajuste heterodoxo no opera.

Lamentablemente, no se cuentan con datos históricos de expectativas de inflación, aunque puede utilizarse la velocidad de circulación del dinero como *proxy*. Ambas variables se encuentran íntimamente vinculadas en un contexto inflacionario: toda vez que los agentes esperen una aceleración en la tasa de inflación, reducirán sus saldos monetarios reales al “deshacerse” del exceso de dinero, cuyo valor cae con rapidez, lo cual llevará a un incremento en la velocidad de circulación. Véase Morón (1989b) y Choy (1989, 1990). El Gráfico 8-6 muestra cómo el año 1987 es un punto de giro hacia un fuerte incremento en la velocidad de circulación del dinero.

4. Otros intentos de estabilización

El discurso presidencial del 28 de julio de 1988 ante el Congreso de la República sorprende por su lúcida y completa comprensión de los errores cometidos:⁸

Nosotros promovimos y mantuvimos un primer esfuerzo productivo hasta mediados de 1987. Fueron dos años excepcionales de crecimiento económico [...] y, si ustedes recuerdan que la exportación al extranjero bajó, ello quiere decir entonces que el consumo interno creció aceleradamente. Ese era el modelo escogido, aumentar el consumo interno y de esa manera impulsar la producción. Pero el consumo interno necesita dólares porque cada producto tiene una parte importada. El Gobierno dejó de pagar la deuda externa y con esos dólares pagó el crecimiento productivo. Miles de industrias casi quebradas se pusieron a trabajar, se convirtió toda la deuda de dólares a intis; se bajaron los intereses, la gasolina no subió, aumentaron los salarios, creció el empleo (García Pérez, 1988, p. 6).

Decepciona, sin embargo, por la falta total de intención de corregir esos errores: “Ahora ya nadie, por razones que comprendo, pero no comparto, quiere acordarse de esos dos años” (García Pérez, 1988, p. 6). A pesar de la negativa, las autoridades económicas no pudieron evitar que en 1988 se tuviera que hacer un ajuste forzado por la realidad, cuando el modelo adoptado se agotó por completo.

⁸ Consúltese el texto completo en: <https://www.congreso.gob.pe/participacion/museo/congreso/mensajes/mensaje-nacion-congreso-28-07-1988>.

El “Salinazo”

La amenaza cada vez más creíble de que la alta inflación peruana deviniera en hiperinflación, motivó un cambio de visión: “En tal sentido es positivo para las ciencias económicas en el país que algunas de las explicaciones, no solo extravagantes sino sobre todo conceptualmente pobres del fenómeno inflacionario que antes se ofrecían al país, se sostengan cada vez con menos convicción [...] Lo sorprendente no es la creciente convergencia de opiniones acerca de la fundamental importancia del dinero en los procesos inflacionarios sino el que se haya tardado tanto” (Velarde, 1988, p. 35).

Respecto a medidas antinflacionarias:

La resistencia a enfrentar firmemente el déficit hasta ahora, las acciones aisladas y de poco sentido económico [...] hacen dudar de la posibilidad de evitar una aceleración inflacionaria aún mayor. Para que los agentes económicos tengan credibilidad en el programa que se implemente, el cambio de rumbo de la política debe ser claro. No son modificaciones a la política que se han venido siguiendo lo que inducirá a un cambio en las expectativas de inflación, sino el cambio radical del esquema hasta ahora seguido (Velarde, 1988, p. 37).

Un primer intento de corregir el rumbo ocurre con un paquete de medidas económicas con algunos elementos ortodoxos, anunciado por el entonces ministro de economía, Abel Salinas, en setiembre de 1988, y que es recordado como el “Salinazo”. En dicho paquete, se removerían los controles a muchos de los precios que habían quedado excesivamente rezagados, y que contribuían a tener una permanente brecha fiscal. En ese sentido, se limitaron a solo 62 productos básicos los que entrarían en la lista de precios administrados, y los ajustes que se dieron fueron realmente sin precedentes. Por ejemplo, el precio de la gasolina se multiplicó por cuatro, y se devaluó drásticamente: el tipo de cambio oficial pasó de 33 a 250 intis por dólar. La abrupta corrección de precios provocó una inflación en el mes de setiembre de 114%, un pico que se aprecia con claridad en el Gráfico 8-3

Como bien reseña Lago (1991), el programa también inicia un episodio peculiar en la administración, cuando el BCRP mantuvo una postura firme a favor del ajuste monetario. En efecto, se moderó el ritmo de creación de dinero (ver Gráficos 8-2 y 8-4), en especial el crédito del BCRP al sector público (ver Gráfico 8-1). En Coronado (1988),

una reveladora entrevista a Pedro Coronado, presidente del BCRP desde 1987, se describen las líneas de acción por seguir para frenar el ritmo de emisión y corregir el atraso cambiario. Coronado es muy claro en enfatizar la urgencia de acortar el déficit fiscal, pues sin ese esfuerzo el BCRP no podría desempeñar una labor efectiva, así emplease todos sus instrumentos a fondo. Lamentablemente no hubo suficiente voluntad política para ello y este breve periodo con visos de independencia del BCRP en los hechos, terminaría con la renuncia de Coronado, en julio de 1989, tras presiones de financiamiento del Gobierno de cara a las elecciones municipales de 1989.

Inicialmente, la ausencia de financiamiento monetario obligó a un ajuste presupuestal: consecuencia de la recesión provocada, las cuentas externas mejoraron y las reservas internacionales subieron. No obstante, los precios relativos de productos públicamente administrados eran imposible de mantener con tasas de inflación mensuales que ya superaban el 40%. Así, se volvía a generar automáticamente una presión inflacionaria y un mayor déficit fiscal por la pérdida de las empresas estatales y por los déficits cuasi fiscales del BCRP. Esta insistencia en mantener medidas abiertamente distorsionadoras, lamentablemente, hizo que se perdiera con cierta rapidez lo avanzado tras el sacrificio del durísimo ajuste del “Salinazo”.

Asimismo, los anuncios de corrección de los diferentes precios de productos administrados tuvieron una dosis de políticas no creíbles, pero sobre todo muy mal diseñadas. Como indica Flores (1989), era obvio que el paquete sería inflacionario y, por eso, el anuncio de realineamiento de precios vino acompañado con la precisión de que dichos precios se congelarían por 120 días, después de dejar una ventana, de 10 días, para que los precios se actualizaran con cierta libertad. A pesar del cada vez más evidente origen monetario de la inflación, las autoridades concebían al fenómeno inflacionario como si fuese eminentemente un problema de coordinación y desajuste en los precios relativos, por lo que si estos se fijaban en niveles razonables la presión por remarcar precios terminaría. De hecho, esperaban que con estos anuncios y medidas la inflación converja a 2% mensual para fines de año. Todo ello sin realmente atender las causas más fundamentales: el financiamiento monetario al déficit fiscal y el agotamiento de las reservas internacionales.

Quizá de modo poco sorprendente, los anuncios resultaron ser desastrosos. Los productores no desaprovecharon la oportunidad de ajustar sus precios y “sobreprotegerse”, incrementándolos considerablemente y con rapidez, ante la expectativa de un próximo periodo de prologado congelamiento en un contexto fuertemente inflacionario. Como destaca Velarde (1989), el inadecuado diseño de la política inflacionaria conllevó un excesivo realineamiento de precios privados, que profundizó el desalineamiento de precios públicos, forzando la necesidad de un nuevo ajuste. Ello castigó duramente a los salarios reales ante la falta de mecanismos de indexación que compensaran la subida de precios, lo que ahondó la caída de la demanda agregada en los siguientes meses, poniendo a la economía peruana en un escenario de hiperinflación con fuerte recesión.

Lejos de estabilizar la economía, el “Salinazo” contribuyó con el agravamiento de la inflación y recesión: el ministro Salinas repitió la receta a mediados de noviembre, incrementando el tipo de cambio en 100% y ajustando, otra vez, los precios controlados en más del 100%. Este segundo paquetazo impuso aún mayores ajustes recesivos y, a los pocos días, el ministro fue sustituido por Carlos Rivas Dávila, quien abandonaría la ruta de los ajustes ortodoxos.

Insistiendo en la heterodoxia

El programa económico, sin embargo, seguía careciendo de un ancla nominal que guiara las expectativas inflacionarias. El sector privado, por su lado, no tenía cómo guiar sus decisiones de poner precios en esta suma de anuncios, que nunca se terminaban de cumplir. La credibilidad de las autoridades de política económica estaba seriamente disminuida, y los cambios de ministros no generaban mayor capital reputacional. A pesar de eso, las nuevas autoridades económicas optaron por volver a un esquema de reajustes progresivos, como si se tratase de disminuir la velocidad de la inflación simplemente diciendo que esta debía ser menor. Se intentó un acuerdo con los empresarios a través de lo que se denominó el Pacto Económico de Solidaridad Nacional, pero este plan de concertación tampoco fue capaz de apaciguar el ritmo de la inflación de manera sostenida.

El plan se abandonó a los meses de iniciado y su final trajo al mando, en mayo de 1989, al último de los ministros de economía del régimen, César Vásquez Bazán, quien fue parte del equipo que escribió el plan de Gobierno 1985-1990. A modo declaratorio, en Vásquez Bazán (1989) se ofrece un diagnóstico del desolador año 1988 (marcado, entre otras cosas, por una reducción de 23.1% en el ingreso real de los trabajadores), y de la tirante situación del momento, y se reconoce la necesidad de sanear las finanzas públicas. Luego, describe un ambicioso plan de corrección de desbalances: instaurar una política racional de precios y tarifas de empresas públicas; estimular exportaciones sin alterar significativamente el control de importaciones; mantener el tipo de cambio fijo; y modernizar el control de precios, creando una agencia de supervisión para este fin. Es decir, un libreto quizá en la forma distinto, pero en el fondo similar al de julio de 1985. Como diría el sabio Albert Einstein, “si buscas resultados distintos, no hagas siempre lo mismo”. Los resultados, pues, fueron los mismos.

La hiperinflación peruana

Julio Velarde y Martha Rodríguez señalan en su publicación que:

[...] si bien se puede discutir si el inicio del proceso hiperinflacionario fue a comienzos de 1988 o solo a partir de septiembre de dicho año, no existe duda de que las causas se encuentran en la concepción y aplicación del programa original puesto en marcha en julio de 1985 y los intentos cada vez menos exitosos de prolongarlo (Velarde y Rodríguez, 1992a, p. 41).

En efecto, regresando a El Gráfico 8-3, se verifica que el ritmo inflacionario transita de manera continua y siempre creciente, durante casi tres años, desde un valor anualizado de 57% en marzo de 1986 a un pico de 6 554% en enero de 1989, con una importante aceleración en 1988 (de 271% en enero a 1 541% en mayo a 4 671% en octubre).

Por otro lado, es interesante notar lo que ocurre después del pico de enero de 1989: el ritmo inflacionario empieza a ceder y llega a un mínimo local de 1 949% anualizado en noviembre de 1989. Luego recrudece para terminar en 5 086% en julio de 1990, un nivel similar al de noviembre de 1988 previo al mencionado pico. Así, aunque no hubo controversia sobre el origen del episodio, esta forma de “N” entre julio de 1988

y julio de 1990 suscitó mucha discusión sobre la naturaleza de la hiperinflación peruana. Lejos de ser una discusión semántica, son las consideraciones puestas a colación en este debate las que permitieron diseñar estrategias para enfrentar la inflación y, a la larga, conquistarla. Este tema, que escapa al alcance de este capítulo, es cuidadosamente detallado en Velarde y Rodríguez (1992b) y Rodríguez et al. (2000). Véase Marcet y Nicolini (2003) para un tratamiento teórico.

La inflación pasó de 117% en 1987 a 1 722% en 1988, 2 775% en 1989 y 7 650% en 1990 que corresponde a tasas promedio mensuales (diarias) de 27% (0,81%), 32% (0,94%) y 44% (1,22%), respectivamente. Durante los 24 meses de julio de 1988 a julio de 1990, la infla acumulada fue de 117 382%, que corresponde a una tasa promedio mensual de 37% o una tasa diaria de 1%. A pesar de lo escandalosas que resultan estas cifras, la discusión relevante es sobre su evolución, un ámbito donde la experiencia peruana es, hasta estos días, polémica.

Conviene dar un poco contexto sobre este debate. Pazos (1972) acuñó el término “inflación crónica” para referirse a las tasas de inflación que típicamente se podían encontrar en América Latina: de moderadas a altas y sumamente inerciales. Por ejemplo, un promedio mensual de 10% por varios años. Véase también Hnyilicza (2001), Fischer et al. (2002) y Végh (2022). Este comportamiento contrasta con el de las hiperinflaciones clásicas, que se derivan del famoso análisis de Cagan (1956), que es complementado en Sargent (1982) y, más recientemente, en Sargent et al. (2009): un proceso explosivo y rápido. Por ejemplo, una inflación promedio mensual de 50% por pocos meses.

Las recomendaciones de política para estabilizar que se derivan de estos tipos de procesos son diferentes. Con una inflación crónica a la Pazos, el comportamiento de los precios responde a varios mecanismos de indexación que explican la inercia inflacionaria: dichos esquemas, además, introducen un elemento de coordinación que hace que, en principio, anclar los precios a un referente permita eliminar la inflación en cuestión de días. Ello explicaría el éxito inicial de programas heterodoxos basados en el control de precios. En cambio, con una hiperinflación a la Cagan, los precios se tornan completamente flexibles, y siguen una senda explosiva que automáticamente “los coordina”. Así, una estrategia para estabilizar es primero “hiperinflar”, generando una

rápida pérdida del poder de compra de la moneda nacional que, en la práctica, indexa todos los precios al dólar que sirve como ancla nominal. En esas circunstancias, fijar el tipo de cambio elimina la inflación inmediatamente.

La hiperinflación peruana, 37% promedio mensual durante 24 meses, es una extraña mezcla entre la severidad del proceso a la Cagan y la persistencia del proceso a la Pazos. Las diferencias con las hiperinflaciones clásicas estudiadas en Sargent (1982), y otras más recientes, son bastante evidentes en Giusti y Chauca (1989). Por otro lado, en un influyente análisis a inicios de 1988, Schuldt (1989) reflexiona sobre cómo durante 1988 la inflación había dado ciertas señales, no siempre evidentes, de pasar de comportarse a la Pazos a hacerlo a la Cagan. Esperando la rápida resolución de las hiperinflaciones clásicas, Schuldt se anima a predecir una inflación de 600% para 1989. Esta resultó ser cercana a 3,000%, lo que pone en manifiesto lo difícil que resultaba anticipar que la inflación permanecería tan alta por tanto tiempo.

Como se discute en Cayo (1989), más allá del registro de incremento de un índice de precios, es más útil pensar en la hiperinflación como el proceso de pérdida acelerada de las tres cualidades fundamentales del dinero: depósito de valor, unidad de cuenta y medio de cambio: como muestran Quispe (2000) y Armas (2016), ello se verifica en el caso peruano. Una idea similar, que se discute en Engsted (1993), Nielsen (2008) y Mladenović y Petrović (2010), es que la hiperinflación induce a una fuerte caída en la cantidad real de dinero (la pérdida del poder adquisitivo del dinero es tal que supera la agilidad con la que este puede ser impreso), hecho que, como se muestra en El Gráfico 8-4, inequívocamente se registra en la experiencia peruana.

No obstante, aún hay espacio para la controversia, por lo menos a nivel académico. Usando criterios alternativos, pero igualmente aceptados para definir hiperinflación (por ejemplo, la correlación entre inflación y devaluación para medir “coordinación” entre precios), Roca y Simabuko (1993) muestran que el episodio no podría ser catalogado como hiperinflacionario. Queda pendiente estudiar por qué el caso peruano no corresponde a una descripción de libro de texto. Una posibilidad es lo descrito por Velarde y Rodríguez (1992a) sobre la miope insistencia por parte del Gobierno de prolongar ajustes o de procurar una solución, sin duda políticamente

costosa, a la inflación. Otra posibilidad, que se deriva de Schuldt (1989), se relaciona con que a pesar de que en la tradición heterodoxa la indexación de salarios es el mecanismo de inercia inflacionaria, por excelencia, en el Perú de los ochenta esta fue prácticamente inexistente. Ello no solo explicaría ciertas anomalías en la chúcarica dinámica inflacionaria, sino que conllevó a un episodio hiperinflacionario particularmente traumático en términos sociales.

5. Las consecuencias de la hiperinflación

La mezcla de inflación muy alta durante mucho tiempo tuvo consecuencias devastadoras para el correcto funcionamiento de la economía, tanto a nivel macroeconómico como microeconómico. En esta sección revisaremos esos impactos, que en algunos casos fueron de naturaleza temporal, pero en otros fueron permanentes.

Colapso macroeconómico

Un primer tema que no se puede obviar es la rápida y profunda dolarización de la economía peruana como consecuencia de la hiperinflación. Este proceso es cuidadosamente descrito en Quispe (2000) y Armas (2016). Al destruirse el valor de la moneda nacional, esta perdió sus roles dinerarios: activo de reserva, unidad de cuenta e inclusive, en buena parte, como medio de pago. Ello impulsa la dolarización de activos y pasivos financieros pues, en un contexto de profunda desintermediación financiera, es hasta deseable permitir que empresas y personas ahorren y tomen deuda en moneda extranjera. Inclusive con agentes económicos que no tienen la capacidad de generar activos en moneda extranjera, originando desbalances cambiarios que podían tener consecuencias sistémicas sobre el conjunto del sistema financiero.

De este modo, la economía se puede volver más vulnerable a choques cambiarios e interrupciones en el acceso al financiamiento externo. Ello torna mucho más compleja la administración de la política monetaria a la vez que, en general, le resta efectividad para el control del gasto agregado de la economía.

Otro de los impactos macroeconómicos de la hiperinflación es, como destacan Fischer et al. (2002), la total desaparición de los mercados de largo plazo de la economía. Se volvió imposible dar crédito a plazos extensos en moneda nacional, pues el valor del capital prestado se desvanecía rápidamente con el tiempo. Lo que, sumado a la represión financiera en la forma de controles de tasas de interés, que impedían que el verdadero costo de la liquidez se refleje en las tasas de mercado, llevó a la quiebra del sistema de entidades especializadas en préstamos para viviendas, como las mutuales de ahorro y crédito. En simple, el financiamiento hipotecario desapareció.

Igual suerte corrieron los demás mecanismos de ahorro de largo plazo: los depósitos a plazo fijo, los seguros de vida y las pensiones de jubilación quedaron pulverizadas, destruyendo el ahorro de varias generaciones, que solo encontraron en los dólares la única manera de proteger el poder de compra del dinero en el tiempo. Una de las consecuencias de esto fue la aparición de la banca paralela informal, dudosa manera de intermediación sin garantías ni supervisión.

Otro daño macroeconómico se asocia con la reducción de la capacidad de inversión en proyectos de largo plazo. La mezcla del impacto de un aislamiento financiero internacional, por el incumplimiento en el pago de nuestras obligaciones con todos los acreedores internacionales —y la significativa reducción del tamaño del sector financiero—, hizo que cualquier inversión en activos reales se convirtiera en una tarea titánica. Así, cualquier proyecto de inversión de largo plazo era desechado por la total incertidumbre que reinaba. En cada empresa, el gerente financiero pasó a ser el funcionario más importante, ya que una deficiente gestión de la liquidez podía llevar a la empresa a la bancarrota. Las decisiones más importantes de las empresas pasaron de producir y expandir sus operaciones con nuevos proyectos a proteger el valor de sus activos líquidos.

El daño a la productividad fue considerable. Vera Tudela (2013) muestra que la caída de la contribución de la productividad total de factores al crecimiento económico de 3,5%, en la década de 1980, destruyó lo avanzado en las dos décadas anteriores. Además, reporta que, durante la década de 1990, esta contribución sería modesta, de

0,8%, y es recién en el nuevo milenio, una década después del colapso, que se registraría una contribución significativa de 2,6%.

Finalmente, el impacto de la disminución de la capacidad de gasto fiscal hizo que los activos públicos, como la infraestructura de carreteras, se depreciaran por falta de mantenimiento. Las carencias fiscales provocaron que servicios públicos, como educación y salud, dejaron de cumplir su rol de fortalecer el capital humano de la mayoría de la población. El contrato social implícito de una sociedad mediante el cual, se paga impuestos a cambio de un Estado de bienestar, simplemente dejó de existir; después de la hiperinflación no se podía esperar nada del Estado. El impacto de largo plazo de esta sustancial pérdida en la productividad de toda la economía fue enorme, y de una duración sin precedentes.

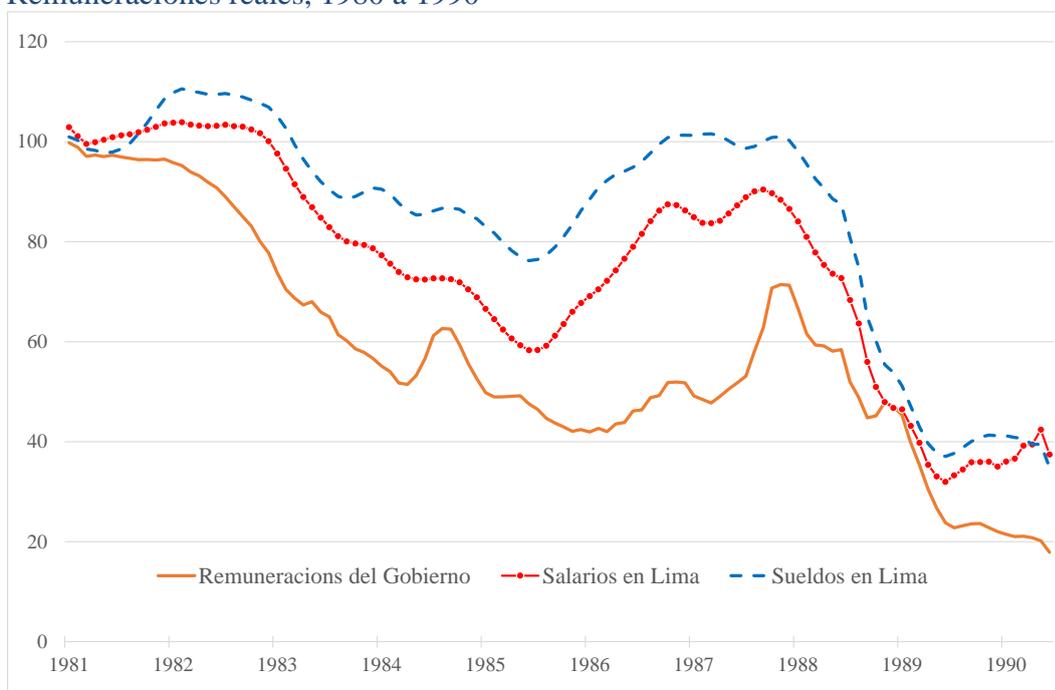
Tragedia microeconómica

Uno de los temas menos explorados en la literatura sobre hiperinflaciones son los impactos redistributivos de un proceso de altísima inflación. Por definición, los precios de todos los activos pasan a ser volátiles en un proceso hiperinflacionario y, como se ha mencionado, toda vez que los precios individuales se ajustan a distintas velocidades, algunos precios relativos quedarán severamente desalineados. Las familias, las empresas y el Gobierno pueden ser impactados en estos desalineamientos, y todos aquellos harán lo posible en alterar significativamente su portafolio para evitar estos choques: así sus recursos terminarán con una mejor posición relativa, una vez que la estabilidad de precios regrese.

En este contexto, destaca que el salario real fue un precio relativo particularmente retrasado. Madueño (1989) describe los mecanismos de indexación de las remuneraciones reguladas por la negociación colectiva, ajustes por promedios de inflaciones previas, y establecimiento de topes de la remuneración básica sobre la que se aplican incrementos adicionales, y cómo estos fueron insuficientes, incluso inútiles, en contextos de inflación alta. En efecto, como se muestra en el Gráfico 8-7, la caída de

las remuneraciones reales durante la década de 1980 fue enorme, del orden de entre 60% y 80%.⁹

Gráfico 8-7
Remuneraciones reales, 1980 a 1990



Nota: Las series han sido ligeramente suavizadas para facilitar la visualización y son expresadas como índices tales que (1981 = 100), de julio de 1980 a julio de 1990.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática, webapp.inei.gov.pe:8080/sirtod-series/. Elaboración propia.

Que esto haya sido así no se condice con la narrativa heterodoxa y constituye una contradicción adicional del esquema: la indexación salarial resulta ser una fuente central de inercia, y provee racionalidad a las políticas derivadas de este relato. No obstante, como señala Huamán (1989), siempre fue sabido que esta no era relevante en el caso peruano, y difícilmente generaría presiones inflacionarias o propagaría las ya existentes. Bernedo (1989) incluso anota que, en la maraña de distorsiones del régimen intervencionista, cabían justificaciones al retraso de los sueldos: aumentar remuneraciones generaría inflación dado que, al ampliar la demanda agregada y las

⁹ La tendencia creciente en las remuneraciones reales inicia en 1975, cuando la inflación comienza a registrar cifras significativas: “[...] ahora [en 1989] solo tenemos capacidad de comprar la cuarta parte de lo que comprábamos en 1973. No hay ninguna duda, nos hemos empobrecido terriblemente los últimos 15 años” (Huamán, 1989, p. 41).

necesidades de liquidez, se elevaría el consumo de bienes importados y, con ello, las presiones sobre la balanza de pagos; y se produciría un mayor déficit fiscal por efecto del pago de la planilla pública. En la práctica, se trata de los males y vicios al “estilo ortodoxo”, pero sin sus beneficios: “No olvidemos que [incluso] Friedman era defensor de la indexación salarial por considerarla neutra (que no modificaba precios relativos) [...] Aquí en cambio se han desindexado los salarios, reduciendo su poder de compra” (Cayo, 1989, p. 25).

Escapa a nuestros objetivos indagar si las disminuciones del salario real como mecanismo de ajuste macroeconómico fueron intencionadas o inevitables, pero es innegable que esta configuración salarial contribuyó a que la hiperinflación se torne en una recesión bastante más severa. Propuestas de la época, como la de Velarde (1989), urgían la adopción de indexaciones salariales “sucias”, es decir, incrementar los salarios a un factor de 0,85 ó 0,90 veces la inflación, para permitir ajustes por reducciones en los salarios reales, pero amortiguando el daño sobre el poder de compra de las familias.

No sorprenderá concluir que la consecuencia más lamentable de la hiperinflación fue el empobrecimiento de la población peruana. El fenómeno se encuentra cuidadosamente evidenciado en Glewwe & Hall (1994, 1998), quienes reportan estadísticas similares a las de Webb (1991): el consumo real del hogar promedio disminuyó en 46% entre 1985 y 1990, y en estratos vulnerables, esta reducción fue de 53% (y un 24% adicional luego del “Fujishock” de 1990). El colapso iniciado en 1988 barrió con toda ganancia registrada entre 1985 y 1987. Yamada (2022) halla que la tasa de pobreza pasó de 38% en 1985 a 57% en 1990, un incremento promedio de 3,8 puntos porcentuales al año, y Webb (1991) señala que el índice de “pobreza crítica” en 1990 era 49% superior al de 1985.

Abugattas (1990) presenta un estudio independiente sobre la precarización de las condiciones de vida de los peruanos en 1990. Calcula que se requería de US\$ 48 por mes por habitante para satisfacer las necesidades básicas a mediano plazo, pero en el contexto de la crisis en 1990, la cifra podría bajarse a US\$ 31 para cubrir lo absolutamente esencial. Además, encuentra que 6,6 millones de personas, un tercio de la población,

habría contado con menos de la mitad de esos US\$ 31 y que la mitad de la población no cubriría los US\$ 48 mensuales.

En el contexto del empobrecimiento de la población, muchas de las políticas, supuestamente orientadas a aliviar los estragos de la crisis, fueron inefectivas y no representaron una mejora en el bienestar. Un ejemplo elocuente es la regresividad de políticas de subsidios indirectos. Flores y Rodríguez (1990) sustentan cómo los beneficios del control de precios, aparentemente orientados a grupos pobres, se filtraron a estratos medios y altos. En concreto, encuentran que, en 1989, las familias de estratos más altos percibieron un subsidio de 15 dólares por persona; las de estratos más bajos, solo 10 dólares por persona. Ello se explica porque, en la práctica, se subsidió el consumo de productos (como arroz, leche y combustibles) más demandados por la clase media que por la clase baja. Así, estas políticas incumplieron sus objetivos redistributivos, a pesar de ser altamente costosas.

Las políticas de asistencia directa a la población necesitada tampoco fueron particularmente efectivas. Emblemático fue el Programa de Compensación Social que buscaba contrarrestar, a través de transferencias directas de efectivo, la pérdida del poder adquisitivo de la población urbana en pobreza extrema, tras las medidas de política económica puestas en marcha con los paquetazos. Quizá de modo poco sorprendente, Sotomarino (1989) describe cómo la administración engorrosa del programa (dependía de nueve ministerios además de la Presidencia de la República) hacía que su aplicación sea lenta y, dado el contexto inflacionario, de bajo impacto. Más dramático aún, el programa mostraba problemas de financiamiento recurrentes:

Obviamente, la filosofía de atender más pobres [...] implica contar con un apoyo financiero de la comunidad internacional que hasta la fecha no se concreta. Esto hace que todas las actividades de compensación social dependan de la fuente Tesoro Público, con los consiguientes problemas de restricción de gasto que ello trae (Ojeda, 1989, p. 32).

El Gobierno perdió la capacidad de satisfacer las necesidades básicas de la población y atacar la pobreza derivada de sus propios errores. Glewwe y Hall (1994) sostienen que entre 1985 y 1990 el gasto social se contrajo en 47% en términos reales. Webb (1991) estima que el gasto social per cápita en 1986 era de 46 dólares, y se redujo

a 12 dólares en 1990. Más allá de la lucha contra la pobreza, Guadalupe et al. (2018) muestra que el gasto público real en educación por estudiante se redujo drásticamente en este periodo, haciendo que en 1990 se retroceda a los niveles de 1950. Ocurrió algo similar con el gasto real en salud, aunque con consecuencias estremecedoras. Paxson y Shady (2015) estiman que la desfinanciación de la salud pública, hacia fines de la década, vino acompañada de un incremento de 2,5 puntos porcentuales de las tasas de mortalidad infantil entre 1988 y 1990, lo que se traduce en un exceso de mortalidad de 17 mil infantes. Tragedia humana, además de microeconómica.

6. Conclusiones

Una conocida frase de Winston Churchill dice que “nunca se debe desaprovechar una buena crisis” (*never let a good crisis go to waste*). Las lecciones de política macroeconómica que se sacan de la administración económica del APRA, entre 1985 y 1990, son muy valiosas y no deben ser olvidadas.

La más importante, sin duda, es que la piedra angular de la estabilidad macroeconómica está en evitar lo que la literatura ha llamado la dominancia fiscal de la política monetaria. De otro modo, es el Banco Central el quien termina financiando al Gobierno, con mayor emisión, y en desmedro del poder de compra de la población. Asimismo, la ausencia de dominancia fiscal es el principal elemento en la sostenibilidad fiscal de una economía.

En ese sentido, muchos países han optado por reforzar este compromiso poniendo no solo en los estatutos de los Bancos Centrales este principio, sino que optan por hacer un compromiso mucho más difícil de incumplir, incluyendo en la Constitución la garantía de independencia del Banco Central frente al Poder Ejecutivo. Véase Pérez et al. (2016), Parra (2022) y Perea (2022). Sin embargo, este dique de contención a las presiones requiere, a su vez, de una política fiscal prudente y responsable. Como señalan Ortiz y Winkelried (2021) estos dos elementos van en pareja porque la garantía constitucional estará bajo constante amenaza si es que la política fiscal no es capaz de entregar un continuo cumplimiento de la sostenibilidad de la deuda. Toda vez que los desequilibrios fiscales se vuelvan cada vez más complejos de administrar, la tentación

por el financiamiento monetario regresará, y se podría comprometer cualquier marco de estabilidad macroeconómica.

Las sociedades valoran tanto la estabilidad macroeconómica, que están dispuestas a que, en el marco constitucional, se establezca con meridiana claridad la importancia de tener un Banco Central independiente. El impacto de la inflación alta es grande, en la capacidad de una economía para progresar, en la correcta evaluación del grado de rentabilidad de un proyecto de inversión, así como en el bienestar de aquellos con menores recursos; por lo que no sorprende que, en las últimas décadas, la mayoría de los países han mejorado significativamente la independencia de sus Bancos Centrales, y hoy es parte de ese contrato social mínimo de las sociedades que aspiran a prosperar.

Una segunda lección, ligada a la primera, y como sugieren Cáceres y Paredes (1991a), es que la estabilidad macroeconómica es un pilar del crecimiento sostenido, una condición necesaria para que este ocurra. Pueden conseguirse crecimientos altos, por algunos años, pero en la medida que sus bases no estén amparadas en políticas que respeten y resguarden la estabilidad macroeconómica, lo que tendremos serán crecimientos efímeros, y bonanzas pasajeras, que luego tendrán que pagarse con largos años de sacrificio. El contraste entre el periodo de 1986 a 1987 con el de 1988 a 1990 ilustra este principio con trágica elocuencia. Por ello, si de algo nos sirve la revisión de esta etapa de nuestra historia económica, es que debemos preservar la estabilidad macroeconómica, y entender que no está garantizada de ninguna manera. Por el contrario, siempre se verá bajo amenaza, porque la tentación a gastar ahorros que se hayan generado con prudencia en años buenos siempre estará presente.

Una tercera lección de la administración aprista es que la credibilidad de las políticas es ese ingrediente que las vuelve más eficaces. En ese sentido, la ausencia de sostenibilidad de estas las vuelve absolutamente ineficaces. El voluntarismo y el deseo de los gobernantes no es suficiente para que los planes económicos funcionen. El mejor ejemplo es la posible eficacia de los controles cambiarios como ancla nominal, es decir, para fijar las expectativas sobre el comportamiento de la inflación futura. Para que todos los agentes económicos crean realmente que los precios deben dejar de remarcar, dado que se ha adoptado un tipo de cambio fijo, esa decisión debe ser creíble, y para que lo

sea, el Banco Central debe estar sentado encima de una cantidad suficiente de divisas, como para que no pueda ser desafiado. Si no es el caso, dicha decisión será entendida como un compromiso no creíble, que eventualmente será revertido y, por lo tanto, será retado. La fijación cambiaria, entonces, no servirá como ancla de expectativas, como ocurrió recurrentemente en el periodo analizado.

Una cuarta lección es la importancia de que el diseño de la política económica respete el funcionamiento de los mercados. La intervención estatal que pretende sustituir al mercado como asignador de recursos escasos, es, quizá, el peor ejemplo del uso del poder del Estado. Durante la administración aprista se pretendió definir qué actividades deberían promoverse y cuáles no, se otorgó subsidios ciegos o acceso a divisas a precios diferenciados, como si fuese posible evitar las filtraciones indebidas, o como si fuese razonable que la rentabilidad de un proyecto dependa de una decisión administrativa del Gobierno de turno. Estas delirantes y trasnochadas intervenciones, producto de una “fatal arrogancia”, están condenadas al fracaso y a un alto costo social.

La lección final es que las buenas instituciones, como el BCRP en su centenario, no solo se crean con compromisos legales o constitucionales bien redactados, sino que dependen de personas que aportan constantemente su talento y compromiso a que sus objetivos institucionales se cumplan. La potencia del BCRP actual está enraizada en su mecanismo meritocrático de reclutamiento de personal, y en una cultura de transparencia en su gestión. La alta inflación tiene un costo tan elevado para la sociedad que el compromiso de escoger los mejores líderes para el Banco Central es una condición indispensable para el progreso de una nación.

Apéndice: Aceleración de la inflación

A continuación, presentamos los resultados de una exploración univariada sobre el comportamiento histórico de la inflación mensual en el Perú, de 1968 a 1994. En particular, el interés se centra en identificar los periodos donde la inflación cambia de comportamiento, sobre todo acelerándose.

Para tal propósito, seguimos el enfoque propuesto por Franses (2016) para identificar momentos de inestabilidad y comportamientos explosivos (burbujas) en una serie de tiempo. La idea es sumamente simple. Franses (2016) muestra que cuando una serie X_t es estable (estacionaria o no estacionaria pero no explosiva), el crecimiento ΔX_t y la aceleración $\Delta(\Delta X_t)$, donde Δ es el operador de diferencias, guardan una relación estable. En particular, $W_t = \Delta X_t - \frac{1}{2}\Delta(\Delta X_t) = \frac{1}{2}(X_t - X_{t-2})$ sería una serie cuya media es constante (típicamente cero). Así, Franses (2016) sugiere que los momentos de aceleración o desaceleración abrupta en X_t pueden ser detectados con pruebas de estabilidad sobre la media de W_t . Ello se implementa, por ejemplo, al regresionar W_t sobre una constante y calcular los estadísticos de una prueba de media cero para los residuos recursivos de este simple modelo de locación.

Por otro lado, si P_t denota el índice de precios al consumidor $p_t = \ln(P_t)$, se sabe que Δp_t es aproximadamente igual a la inflación $\pi_t = (P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$ cuando esta es pequeña. En el contexto de inflaciones altas, Nielsen (2008) sugiere utilizar la variable:

$$c_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t} = \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} = 1 - \exp(-\Delta p_t)$$

que se interpreta como el costo de mantener dinero o la proporción de los saldos reales que se pierde de un periodo al otro producto de la inflación.¹⁰ Mecánicamente, $c_t \cong \pi_t \cong \Delta p_t$ cuando estas variables toman valores pequeños. Pero c_t tiene la ventaja de estar acotado por 1, lo que indica que cuando $\Delta p_t \rightarrow \infty$ o $\pi_t \rightarrow \infty$, entonces se pierde todo el valor del dinero.

El Gráfico 8-8 muestra la trayectoria de c_t junto con las pruebas t que indican si los residuos recursivos de $c_t - c_{t-2}$ sobre una constante tienen media cero. Cuando esta prueba excede un valor crítico (2 usualmente), entonces se rechaza la hipótesis de estabilidad, lo que se interpreta como evidencia de aceleración o desaceleración desmedida en la serie.

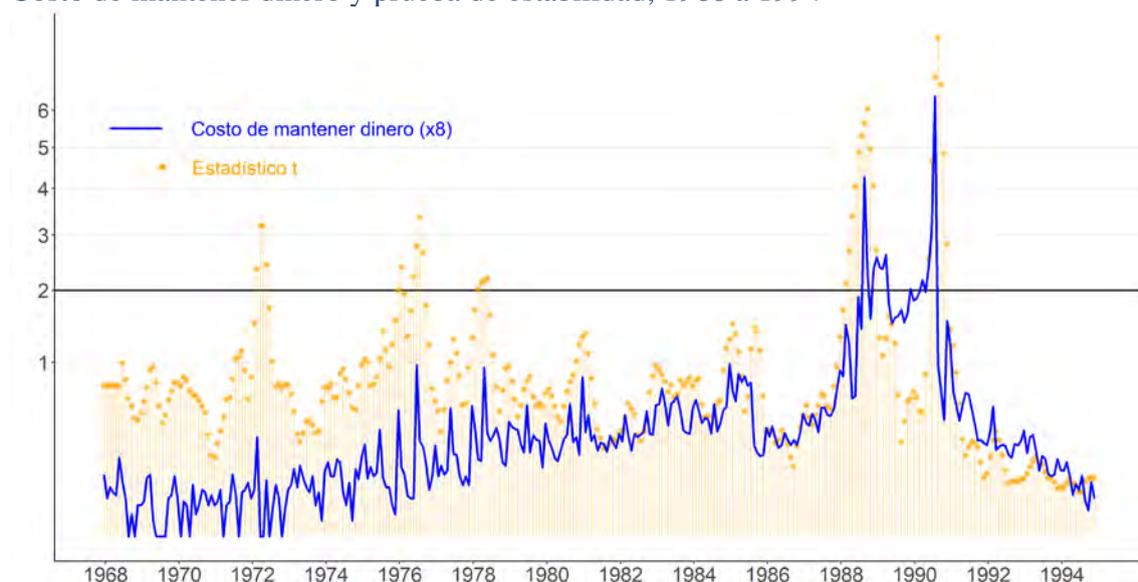
¹⁰ Sea M_t la cantidad nominal de dinero y sea $D_t = M_t - M_{t-1}$ la creación de nuevo dinero en el periodo t . Si $m_t = M_t/P_t$ denota la cantidad real de dinero y $d_t = D_t/P_t$ el nuevo flujo real, entonces tras dividir la definición de D_t por P_t y reacomodar se consigue que: $m_t = (1 - c_t)m_{t-1} + d_t$.

Partiendo del año 1968, la primera señal de inestabilidad ocurre en 1972. Acá la inflación mensual y c_t , que son bastante volátiles, comienzan a desarrollar una ligera tendencia creciente que se consolida entre los años 1976 y 1978, que son años en donde también la prueba de Franses (2016) vuelve a indicar inestabilidad. Como se mencionó, estudios previos como Castillo et al. (2012) también encuentran cambios de regímenes en los alrededores de 1978. Luego sigue un periodo donde c_t se mantiene estable, pero a niveles superiores a los registrados hacia inicios de la década de 1970 (el promedio fue de 0,58% entre 1968 y 1971 y de 5,45% entre 1979 y 1986). La aceleración de c_t es bastante evidente con el “Salinazo” de setiembre de 1988, que incrementa el valor promedio de c_t por casi dos años, y luego con el “Fujishock” en agosto de 1990. Luego, c_t se reduce drásticamente y no vuelve a presentar indicios de aceleración.

Llama la atención notar que la reducción en c_t producto de la aplicación del plan heterodoxo, entre 1985 y 1986, no fue lo suficientemente duradera como para ser detectada por la prueba estadística como un cambio en el comportamiento de la serie.¹¹

Gráfico 8-8:

Costo de mantener dinero y prueba de estabilidad, 1968 a 1994



Nota: El eje vertical tiene escala raíz cuadrática. El valor de c_t fue multiplicado por 8 para tener la misma escala que los estadísticos t de las pruebas de estabilidad de la media de los residuos recursivos de $c_t - c_{t-2}$.

Fuente: Estadísticas BCRP (serie PN01270PM). Elaboración propia.

¹¹ No reportamos los resultados de un análisis con las pruebas más sofisticadas propuestas en Phillips et al. (2015), pues los resultados fueron cualitativamente los mismos. La única excepción es el cambio en 1972, cuya detección puede ser sensible a las especificaciones de las pruebas. Estos resultados pueden ser solicitados a los autores.

REFERENCIAS

- Abugattas, J. (1990). Un programa social transitorio (1990-1992). *Moneda*, 2(20), 26–31.
- Armas, A. (2016). Dolarización y desdolarización en el Perú. En G. Yamada y D. Winkelried (Eds.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú*, (pp. 61–94). Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Armas, A. & Palacios, L. (1989). Impacto de la política de tipos de cambio múltiples en la protección efectiva de los sectores productivos: El caso peruano (1986 – 1988). *Moneda*, 1(9), 50–54.
- Banco Central de Reserva del Perú (1988). Impacto de la política económica en la distribución del ingreso y en el nivel de vida de las familias. *Moneda*, 1(1), 40–42.
- Banco Central de Reserva del Perú (1989). Tipos de cambio diferenciales y distorsiones en los precios relativos: La experiencia peruana entre 1986 y 1988. *Moneda*, 1(7), 51–58.
- Banco Central de Reserva del Perú (1996). *Compendio de Estadísticas Monetarias, 1959-1995*. Banco Central de Reserva del Perú, Fondo Editorial.
- Banco Mundial (1989). Peru: Policies to stop hyperinflation and initiate economic recovery. World Bank Country Study 7460, World Bank.
- Barreto, E. (1989). Las minidevaluaciones hacen fracasar la política económica. *Moneda*, 1(12), 30–32.
- Bernedo, J. (1989). Crisis del salario, crisis del sistema. *Moneda*, 2(18), 36–39.
- Boughton, J. M. (2001). *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989*. International Monetary Fund.
- Cáceres, A. (1990). Hiperinflación y déficit fiscal. *Moneda*, 2(21), 45–48.
- Cáceres, A. & Paredes, C. (1991a). De la heterodoxia a la crisis: El manejo de la política económica durante el periodo 1985-89. En C. Paredes & J. Sachs (Eds.), *Estabilización y Crecimiento en el Perú*, (pp. 108–131). Grupo de Análisis para el Desarrollo - GRADE.

- Cáceres, A. & Paredes, C. (1991b). Diagnóstico de la situación económica a fines de 1989. En C. Paredes & J. Sachs (Eds.), *Estabilización y Crecimiento en el Perú*, (pp. 132–154). Grupo de Análisis para el Desarrollo - GRADE.
- Cagan, P. D. (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. En M. Friedman (Ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, (pp. 25–117). University of Chicago Press.
- Calvo, G. A. & Végh, C. A. (1994). Inflation stabilization and nominal anchors. *Contemporary Economic Policy*, 12(2), 35–45.
- Calvo, G. A. & Végh, C. A. (1999). Inflation stabilization and BOP crises in developing countries. En J. Taylor y M. Woodford (Eds), *Handbook of Macroeconomics*, volume 1C, (pp. 1531–1614).
- Campos, A. (1988). Descubriendo el lado oculto de la inflación: Las expectativas. *Moneda*, 1(3), 35–37.
- Campos, A. (1989). Políticas de shock versus políticas gradualistas en un contexto de expectativas inflacionarias. *Moneda*, 1(8), 46–50.
- Carbonetto, D., de Ceballos, M. I. C., Dancourt, O., Ferrari, C., Martínez, D., Mezzera, J., Saberbein, G., Tantaleán, J. & Vigier, P. (1987). *El Perú Heterodoxo: Un Modelo Económico*. Instituto Nacional de Planificación.
- Castillo, P., Humala, A. & Tuesta, V. (2012). Regime shifts and inflation uncertainty in Peru. *Journal of Applied Economics*, 15(1), 71–87.
- Cayo, J. M. (1989). De la hiperinflación a la hiperrecesión: Cuando el remedio es peor que el mal. *Moneda*, 1(9), 23–25.
- Choy, M. (1989). El problema del financiamiento del déficit fiscal. *Moneda*, 1(7), 21–23.
- Choy, M. (1990). La consolidación de los créditos al sector público. *Moneda*, 2(19), 34–38.
- Choy, M. & Dancuart, A. (1990). Una aproximación al déficit cuasi-fiscal en el Perú. INT 0873, CEPAL- PNUD. Segundo Seminario Regional sobre Política Fiscal, Estabilización y Ajuste.

- Coronado, P. (1988). BCR no dará más crédito al gobierno. *Moneda*, 1(3), 16–19.
- Dancourt, O. (1988). Heterodoxia, ortodoxia e inflación. *Moneda*, 1(2), 29–34.
- Dancuart, A. (1988). Una nota sobre la emisión primaria. *Moneda*, 1(4), 37–40.
- Dornbusch, R. & Edwards, S. (1990). La macroeconomía del populismo en la América Latina. *El Trimestre Económico*, 57(225(1)), 121–162.
- Dornbusch, R., Sturzenegger, F. y Wolf, H. (1990). Extreme inflation: Dynamics and stabilization. *Brookings Papers on Economic Activity*, 21(2), 1–84.
- Edwards, S. (2019). On Latin American populism, and its echoes around the world. *Journal of Economic Perspectives*, 33(4), 76–99.
- Engsted, T. (1993). Cointegration and Cagan's model of hyperinflation under rational expectations. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(3), 350–360.
- Fischer, S., Sahay, R. & Végh, C. A. (2002). Modern hyper- and high inflations. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 837–880.
- Flores, R. (1989). Estancamiento en el Perú. *Moneda*, 1(9), 47–48.
- Flores, R. & Rodríguez, P. (1990). Alcance de los subsidios a los estratos de bajos ingresos: Un ejercicio de aproximación. *Moneda*, 2(22), 35–36.
- Flores, M. (1989). Ajustes por inflación del impuesto a la renta de personas naturales: Efectos sobre la carga tributaria en el caso peruano, 1981-1987. *Moneda*, 2(18), 54–61.
- Franses, P. H. (2016). A simple test for a bubble based on growth and acceleration. *Computational Statistics & Data Analysis*, 100, 160–169.
- García, A. (1988). Precios controlados, precios relativos. *Moneda*, 1(5), 29–31.
- García Pérez, A. (1988), Mensaje del presidente constitucional del Perú, doctor Alan García Pérez, ante el congreso nacional, el 28 de julio de 1988. Disponible en: <https://www.congreso.gob.pe/participacion/museo/congreso/mensajes/mensaje-nacion-congreso-28-07-1987>

- Giusti, C. & Chauca, P. (1989). Experiencias hiperinflacionarias. *Moneda*, 2(15), 25–31.
- Glewwe, P. & Hall, G. (1994). Poverty, inequality, and living standards during unorthodox adjustment: The case of Peru, 1985-1990. *Economic Development and Cultural Change*, 42(4), 689–717.
- Glewwe, P. & Hall, G. (1998). Are some groups more vulnerable to macroeconomic shocks than others? Hypothesis tests based on panel data from Peru. *Journal of Development Economics*, 56(1), 181–206.
- Gonzáles de Olarte, E. (1989). Semi-dolarización e inercia hiperinflacionista: Los impases del populismo. *Moneda*, 2(14), 50–51.
- González Izquierdo, J. (1988). Dinero, emisión monetaria y la economía nacional. *Moneda*, 1(4), 41–43.
- Guadalupe, C., Twanama, W. & Castro, M. P. (2018). La larga noche de la educación peruana: Comienza a amanecer. Documento de Discusión DD1806, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).
- Guevara, G. (1999). Política monetaria del Banco Central: Una perspectiva histórica. *Estudios Económicos*, 5, 27–60.
- Hanke, S. H. y Krus, N. (2003). World hyperinflations. En R. Parker y R. Whaples (Eds), *The Handbook of Major Events in Economic History*, (pp 367–377). Routledge.
- Hausmann, R. & Panizza, U. (2003). On the determinants of Original Sin: An empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, 22(7), 957–990.
- Hnyilicza, E. (2001). *De la Megainflación a la Estabilidad Monetaria. Política Monetaria y Cambiaria. Perú 1990-2000*. Banco Central de Reserva del Perú, Fondo Editorial.
- Huamán, P. (1989). Remuneraciones, inflación y pobreza. *Moneda*, 2(18), 40–43.
- Kiguel, M. A. & Liviatan, N. (1992). When do heterodox stabilization programs work: Lessons from experience. *The World Bank Research Observer*, 7(1), 35–57.
- Lago, R. V. (1991). The illusion of pursuing redistribution through macropolicy: Peru's heterodox experience, 1985-1990. En R. Dornbusch y S. Edwards (Eds.), *The*

- Macroeconomics of Populism in Latin America*, (pp. 263–330). University of Chicago Press.
- Lago, R. V. (2022). La reinsertión financiera del Perú: testimonio. En M. Ortiz y D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamías*, (pp. 95–108). Universidad del Pacífico.
- Llosa, L. G. (2022). Gestionando choques de términos de intercambio. En M. Ortiz y D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamías*, (pp. 227–242). Universidad del Pacífico.
- Llosa, L. G. & Panizza, U. (2015). La gran depresión de la economía peruana: ¿Una tormenta perfecta? *Estudios Económicos*, 30, 91–117.
- Loyola, J. (1989). Comportamiento sectorial de precios. *Moneda*, 1(10), 47–50.
- Madueño, M. (1989). Limitaciones de los mecanismos de indexación que regulan los acuerdos de negociación colectiva. *Moneda*, 2(18), 44–47.
- Marcet, A. & Nicolini, J. P. (2003). Recurrent hyperinflations and learning. *American Economic Review*, 93(5), 1476–1498.
- 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. (2022). The history of Peru. En T. Kehoe y Nicolini (Eds.), *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017*, (pp. 401–448). University of Minnesota Press.
- Mendoza, W. (1989). La hiperinflación peruana: Orígenes, evolución y perspectivas. *Moneda*, 2(17), 34–38.
- Mladenović, Z. & Petrović, P. (2010). Cagan's paradox and money demand in hyperinflation: Revisited at daily frequency. *Journal of International Money and Finance*, 29(7), 1369–1384.
- Morón, E. (1989a). Cuando el dinero no importa o la política monetaria aprista, Perú: 1985-1988. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales*, 24, 139–159.
- Morón, E. (1989b). Cuando el dinero no importa: Perú, 1985-1988. *Moneda*, 2(16), 51–54.

- Mujica, M. E. (1990). ¿Por qué fracasó la heterodoxia? Análisis de la política económica de la primera etapa del gobierno de Alan García. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales*, 27, 31–43.
- Nielsen, B. (2008). On the explosive nature of hyper-inflation data. *Economics: The Open-Access, Open- Assessment E-Journal*, 2(2008-21), 1–29.
- Ojeda, J. (1989). La experiencia peruana en el área de compensación social (1988-1989). *Moneda*, 2(15), 32–35.
- Ortiz, M. & Winkelried, D. (2021). El largo camino hacia la estabilidad macroeconómica. En A. Beltrán, C. Sanborn y G. Yamada (Eds.), *En Búsqueda de un Desarrollo Integral: 20 Ensayos en torno al Perú del Bicentenario*, (pp. 27–54). Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Paliza, R. (1989). Déficit fiscal e inflación en el Perú, 1970-1988. *Moneda*, 2(14), 57–65.
- Parodi, C. (2007). *Perú 1960-2000: Políticas Económicas y Sociales en Entornos Cambiantes*. Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Parra, J. (2022). Importancia de la independencia del banco central. En M. Ortiz y D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíás*, (pp. 45–56). Universidad del Pacífico.
- Pastor, G. (2014). Perú: Políticas monetarias y cambiarias, 1930-1980. En C. Contreras (Ed.), *Compendio de Historia Económica del Perú: Perú entre la Gran Depresión y el Reformismo Militar*, (pp. 265–344). Banco Central de Reserva del Perú.
- Pastor, M. (1988). Ascenso y caída de la heterodoxia peruana: Un modelo simple del nuevo estructuralismo. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales*, 23, 41–71.
- Pastor, M. & Wise, C. (1992). Peruvian economic policy in the 1980s: From orthodoxy to heterodoxy and back. *Latin American Research Review*, 27(2), 83–117.
- Paxson, C. & Shady, N. (2015). Child health and economic crisis in Peru. *World Bank Economic Review*, 19(2), 203–223.
- Pazos, F. (1972). *Chronic inflation in Latin America*. Praeger Publishers.

- Perea, H. (2022). El camino hacia la inflación de un dígito. En M. Ortiz y D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamías*, (pp. 57–68). Universidad del Pacífico.
- Pérez, F., Quispe, Z., & Rodríguez, D. (2016). El proceso de institucionalización de la autonomía del Banco Central de Reserva del Perú. En G. Yamada y D. Winkelried (Eds.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú*, (pp. 37–60). Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Phillips, P. C. B., Shi, S., & Yu, J. (2015). Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500. *International Economic Review*, 56(4), 1043–1078.
- Quispe, Z. (2000). Monetary policy in a dollarised economy: The case of Peru. En L. Mahadeva y H. Sterne (Eds), *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, (pp. 330–353). Routledge and Bank of England.
- Ramírez, E., Zambrano, M., & Cayo, J. M. (1988). Revisión de algunos programas de estabilización en Latinoamérica. *Moneda*, 1(3), 38–49.
- Ramírez, J. (1988). Ortodoxia neo-estructuralismo y heterodoxia: El caso peruano. *Moneda*, 1(5), 21– 28.
- Roca, S. & Priale, R. (1987). Devaluation, inflationary expectations and stabilisation in Peru. *Journal of Economic Studies*, 14(1), 5–33.
- Roca, S. & Simabuko, L. (1993). ¿Se puede hablar de hiperinflación en el Perú en 1988-1990? una comparación con otras experiencias. *Economía*, 16(31), 9–22.
- Rodríguez, M., Valderrama, J. & Velarde, J. (2000). El programa de estabilización. En R. Abusada, F. Du Bois, E. Morón y J. Valderrama (Eds), *La Reforma Incompleta. Rescatando los Noventa*, (pp. 91–119). Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP) e Instituto Peruano de Economía.
- Rossini, R. (2016). La política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú en los últimos 25 años. En G. Yamada y D. Winkelried (Eds.), *Política y Estabilidad Monetaria en el Perú*, (pp. 23–35). Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Salazar, R. (1988). Un fenómeno monetario. *Moneda*, 1(2), 26–28.

- Sargent, T., Williams, N., & Zha, T. (2009). The conquest of South American inflation. *Journal of Political Economy*, 117(2), 211–256.
- Sargent, T. J. (1982). The ends of four big inflations. En R. Hall (Ed.), *Inflation: Causes and Effects*, (pp. 41–98). National Bureau of Economic Research.
- Schuldt, J. (1988a). Las experiencias heterodoxas de estabilización: Veinte lecciones. *Moneda*, 1(3), 28–31.
- Schuldt, J. (1988b). Políticas heterodoxas de estabilización en América Latina. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales*, 22, 79–121.
- Schuldt, J. (1989). Perspectivas de inflación para 1989, *Moneda* 1(7), 33–36.
- Sotomarin, N. (1989). Crisis y pobreza urbana: Propuestas para un programa de emergencia. *Moneda*, 2(16), 31–36.
- Terrones, M. E. & Nagamine, J. (1993). Reorientación de la política monetaria en el Perú: Avances y problemas. Notas para el debate 9, GRADE.
- Thorp, R. (1987). Trends and cycles in the Peruvian economy. *Journal of Development Economics*, 27(1- 2), 355–374.
- Trillo, M. & Vega, J. (1989). Estancamiento y rol del Gobierno en el Perú: 1980-1988. *Moneda*, 2(13), 59–62.
- Vásquez Bazán, C. (1989). Situación y perspectivas de la economía peruana. *Moneda*, 1(7), 39–46.
- Végh, C. A. (2022). Programas de estabilización en América Latina. En M. Ortiz y D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíes*, (pp. 31–43). Universidad del Pacífico.
- Velarde, J. (1988). El riesgo de la hiperinflación. *Moneda*, 1(2), 35–37.
- Velarde, J. (1989). La hiperestancamiento peruano, 1988-1989: Una tragedia inducida. *Moneda*, 1(9), 37–39.
- Velarde, J. & Rodríguez, M. (1992a). De la desinflación a la hiperestancamiento. Perú: 1985-1990. Documento de Trabajo 5, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).

- Velarde, J. & Rodríguez, M. (1992b). Lineamientos para un programa de estabilización drástico. Documento de Trabajo 1, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).
- Vera Tudela, R. (2013). Productividad en el Perú: Evolución histórica y la tarea pendiente. *Moneda*, 153, 24–27.
- Webb, R. (1991). Los nuevos pobres. *Moneda*, 3(35), 28–29.
- Winkelried, D. (2013). Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y novedades. *Estudios Económicos*, 23, 9–60.
- Winkelried, D. (2016). Piecewise linear trends and cycles in primary commodity prices. *Journal of International Money and Finance*, 64, 196–213.
- Yamada, G. (2022). Estabilidad macroeconómica y bienestar. En M. Ortiz y D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíes*, (pp. 167–181). Universidad del Pacífico.
- Zúñiga, J. (1988). Rechazo a las recetas ortodoxas: Conversación con la investigadora Carol Wise. *Moneda*, 1(2), 13–15.