

# **Desinflación: Algunas lecciones de la experiencia de Perú**

**Julio Velarde**

**Presidente  
Banco Central de Reserva del Perú**

**Jornadas Monetarias y Bancarias: Desinflación y Estabilidad Financiera**  
Buenos Aires, Argentina  
25 y 26 de septiembre, 2017



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



# **El programa de estabilización de 1990 inició el proceso de reducción gradual de la inflación en Perú.**

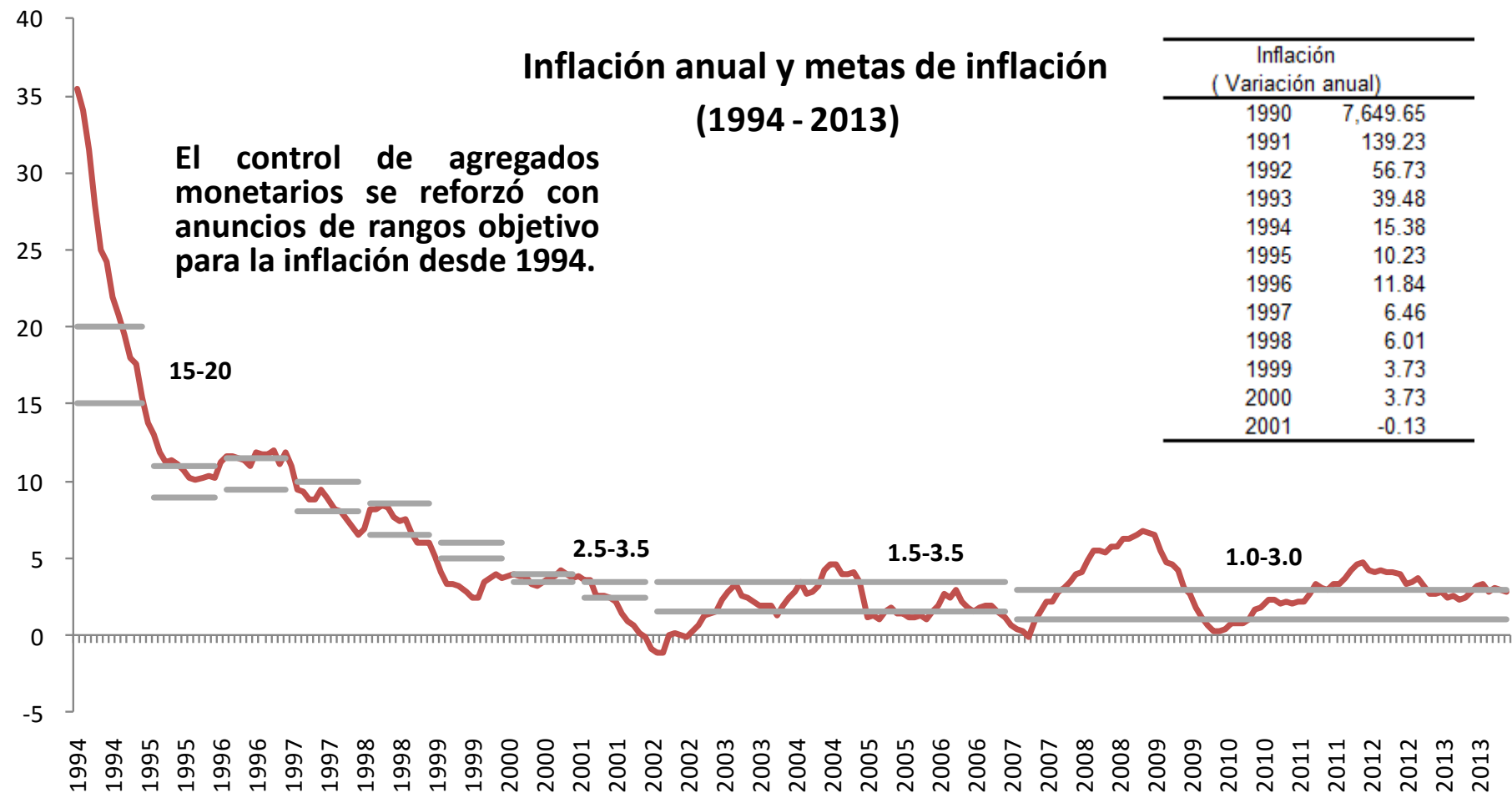
---

- Liberalización de precios controlados.
- Ancla monetaria en lugar de ancla cambiaria. Alta incertidumbre sobre precios relativos de equilibrio y poca disponibilidad de reservas internacionales.
- Eliminación del déficit fiscal mediante impuestos indirectos y restricción de gastos a la disponibilidad de la caja fiscal.

# **Política monetaria orientada a la reducción de la inflación a un dígito.**

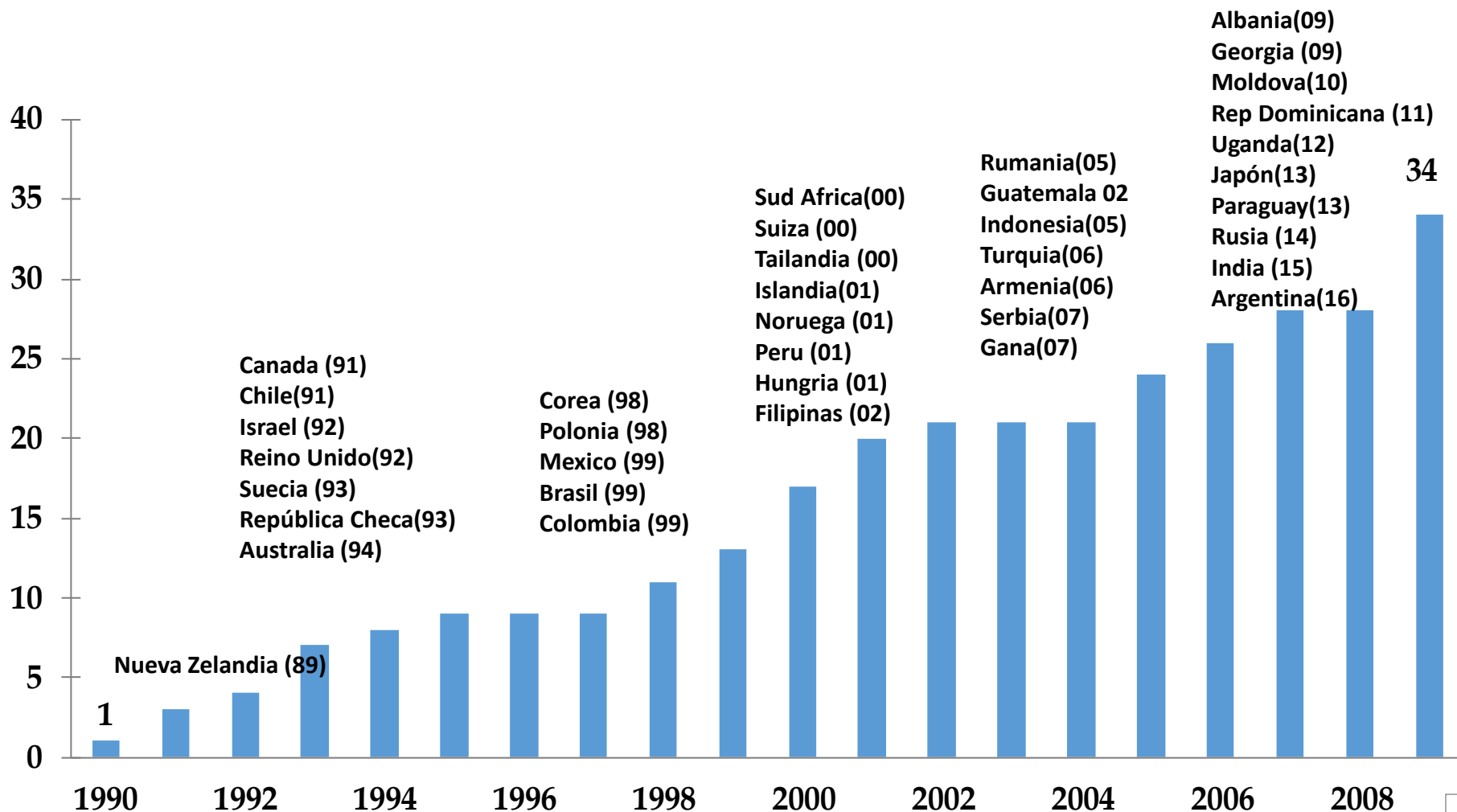
- Reducciones graduales en la tasa de crecimiento de la base monetaria.
- Control monetario basado en uso de encajes y operaciones cambiarias, dado el escaso desarrollo del mercado monetario.
- Intervenciones cambiarias discrecionales para reducir la volatilidad del tipo de cambio
- Control de los flujos internacionales de capitales, mediante el incremento en los requerimientos de encaje a los depósitos en moneda extranjera.

**La inflación anual se ubicó por debajo de 10 por ciento en febrero 1997. La reducción gradual de la inflación reflejó condiciones iniciales adversas y choques externos negativos.**

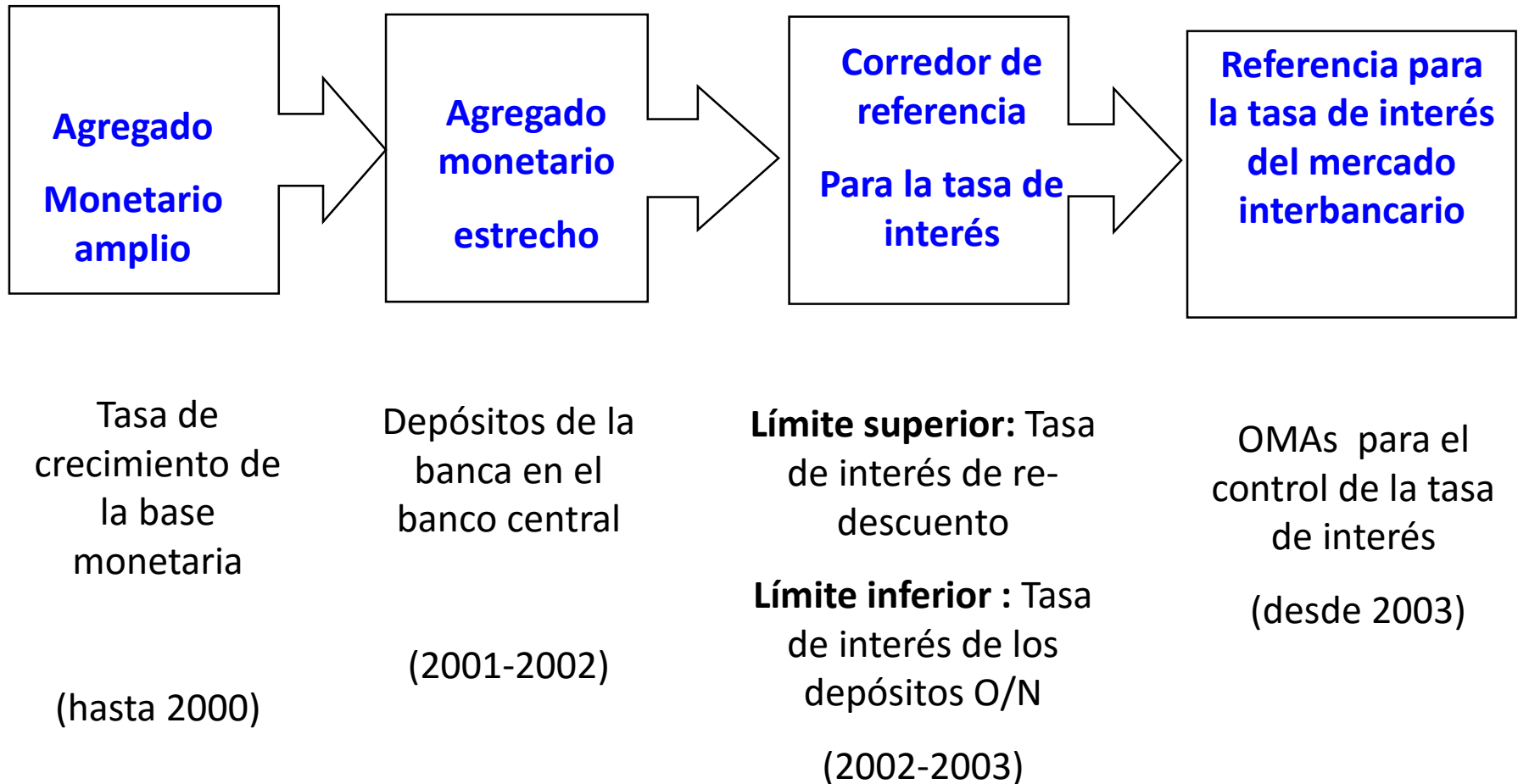


# En el año 2001, en un contexto deflacionario, el Perú se convirtió en el primer país con dolarización parcial en adoptar el esquema de metas explícitas de inflación

## Número de Países que adoptaron el esquema de Metas de inflación



# La meta operativa del BCRP se cambió gradualmente desde el control de agregados monetarios hacia el control de tasas de interés de corto plazo.



# **Se crearon nuevos instrumentos monetarios, que ayudaron a una mayor efectividad del control monetario**

---

- En 1994, el BCRP creó sus propios CD para esterilizar y en 1997 lanzó las operaciones Repo con estos instrumentos.
- En 2001 se crearon las facilidades de depósitos O/N para mejorar el control de la tasa de interés de corto plazo.
- En 2002, se crearon CD indexados al tipo de cambio, como instrumento para intervenir en el mercado cambiario, cuando las presiones se generaban en el mercado de forwards.

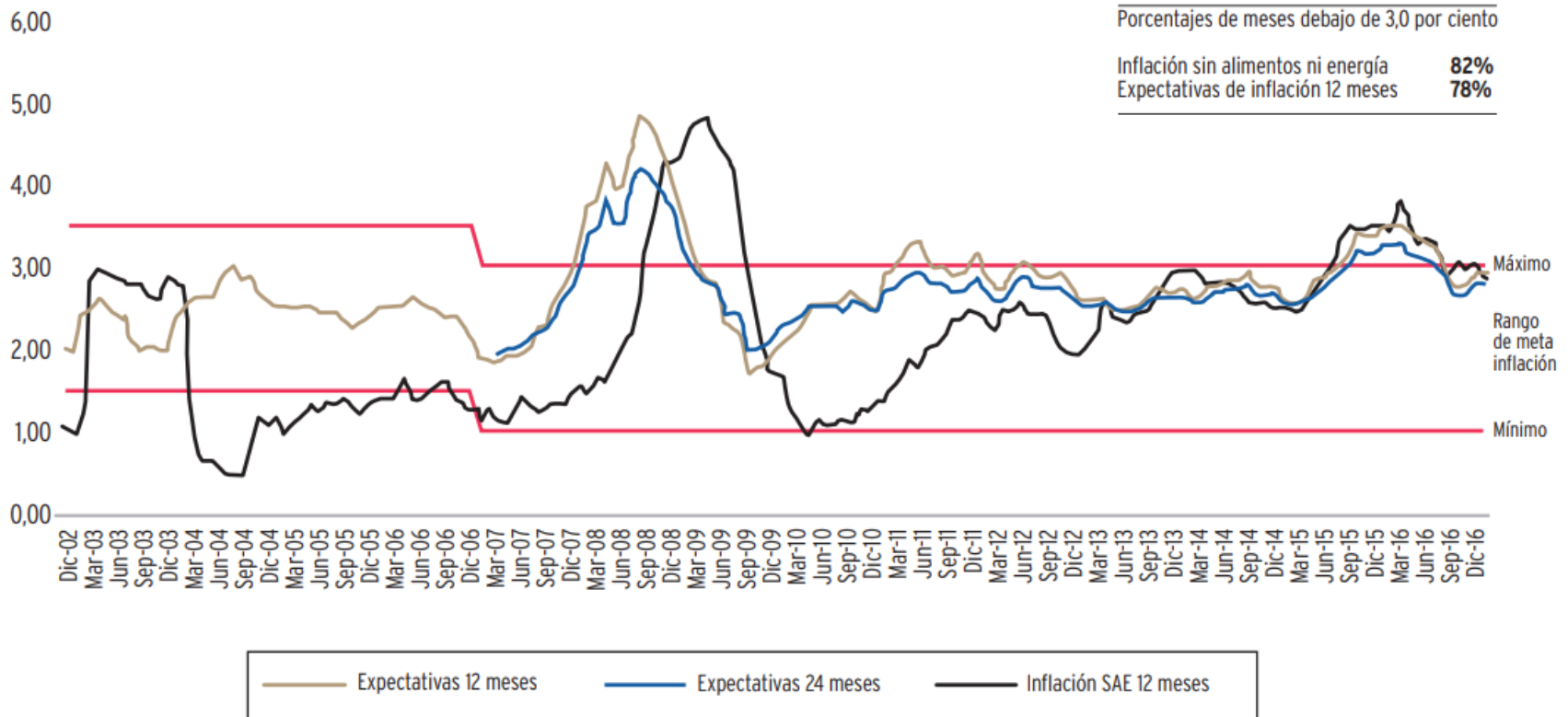
## **Estos instrumentos fueron complementados con nuevos instrumentos para apoyar la estabilidad cambiaria**

- Certificado de Depósitos Reajustables (CDRBCRP): creados en el año 2002 con el objetivo de regular la liquidez del sistema financiero a través de la esterilización de los excedentes de liquidez de los bancos y reducir presiones al alza sobre el tipo de cambio.
- Certificados de Depósito Liquidables en Dólares (CDLDBCRP): creados en octubre de 2010 para enfrentar presiones a la baja sobre el tipo de cambio asociadas a operaciones de compras forward de los bancos.
- Swaps Cambiarios: Creados en setiembre de 2014 y se utilizan para reducir la volatilidad del tipo de cambio generada por presiones en el mercado de derivados.
- Encaje adicional en moneda nacional a operaciones y saldos de venta de moneda extranjera mediante derivados cambiarios.



# Estas reformas han permitido que la economía peruana mantenga una inflación baja y estable.

## Inflación sin alimentos y energía y expectativas de inflación (var. % anual)

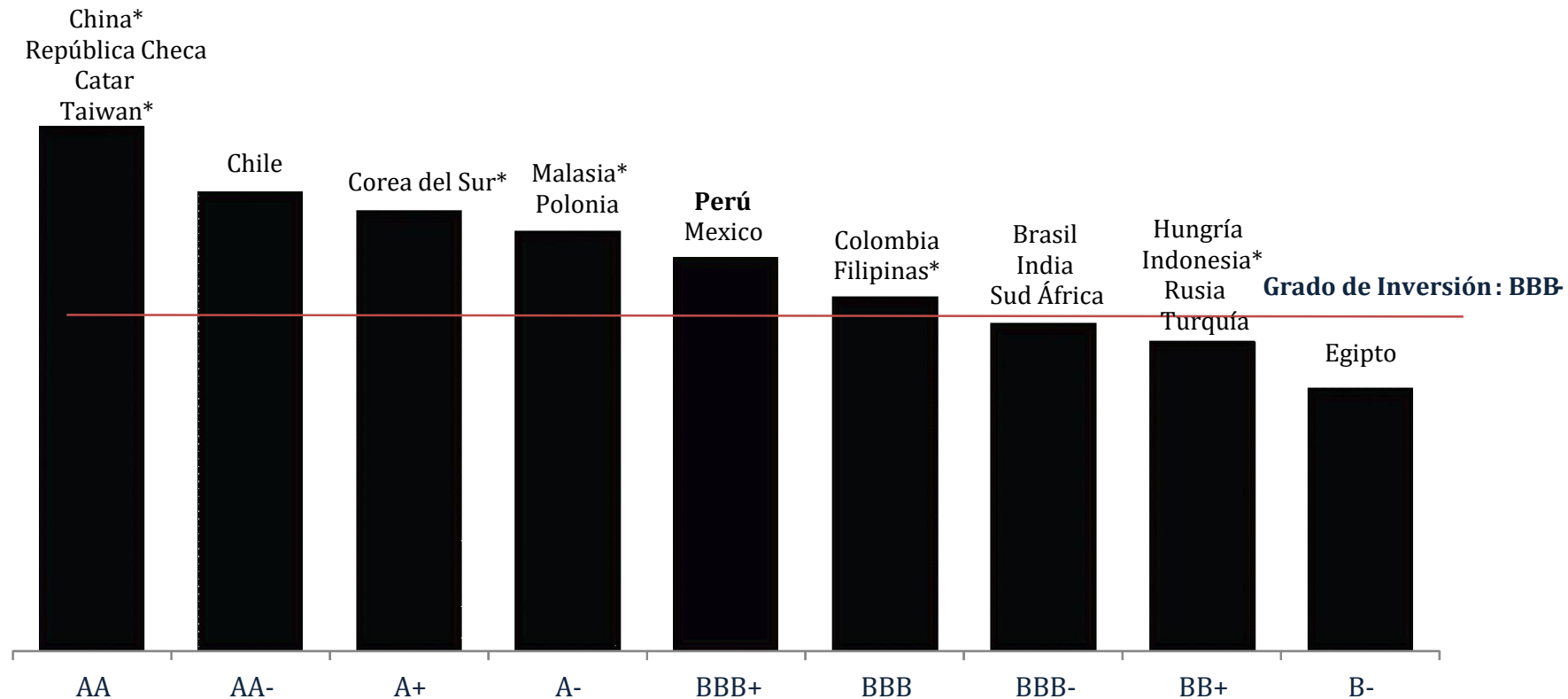


## **En 2003, se lanzó el programa de creadores de mercado de bonos de gobierno en moneda nacional, que contribuyó al desarrollo de mercado de deuda en moneda doméstica.**

- Afines de marzo de 2003 se puso en marcha el Programa de Creadores de Mercado, con el propósito de desarrollar el mercado de deuda pública en nuevos soles, y con ello, el mercado doméstico
- El programa ha permitido
  - la formación de una curva de rendimientos en nuevos hasta 30 años,
  - El incremento de la liquidez de los bonos domésticos
  - La mejora en la composición por monedas de la deuda,

# La reducción de la deuda externa y la mejora en la calificación crediticia soberana favorecieron el desarrollo del mercado de deuda pública.

## Deuda de Largo en Moneda Extranjera

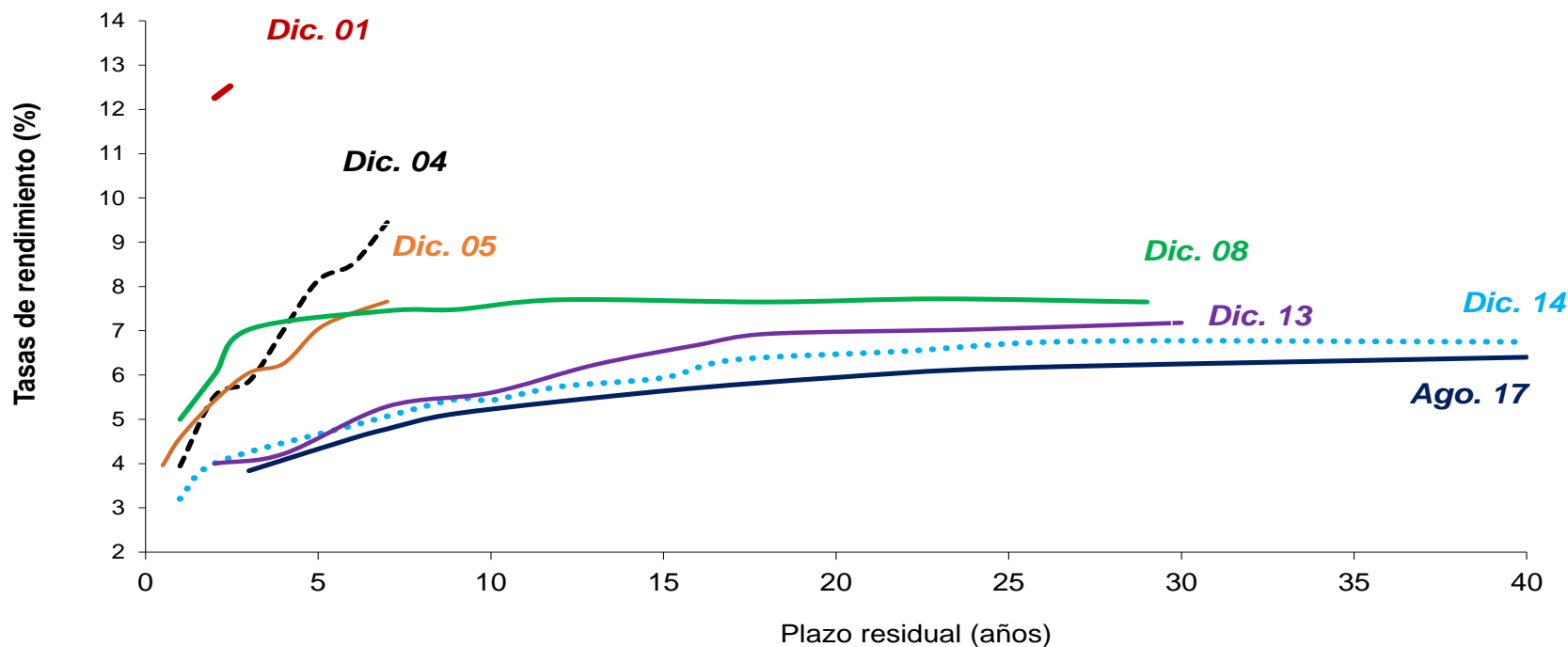


Fuente: Standard & Poors.

\* Asia- Pacífico

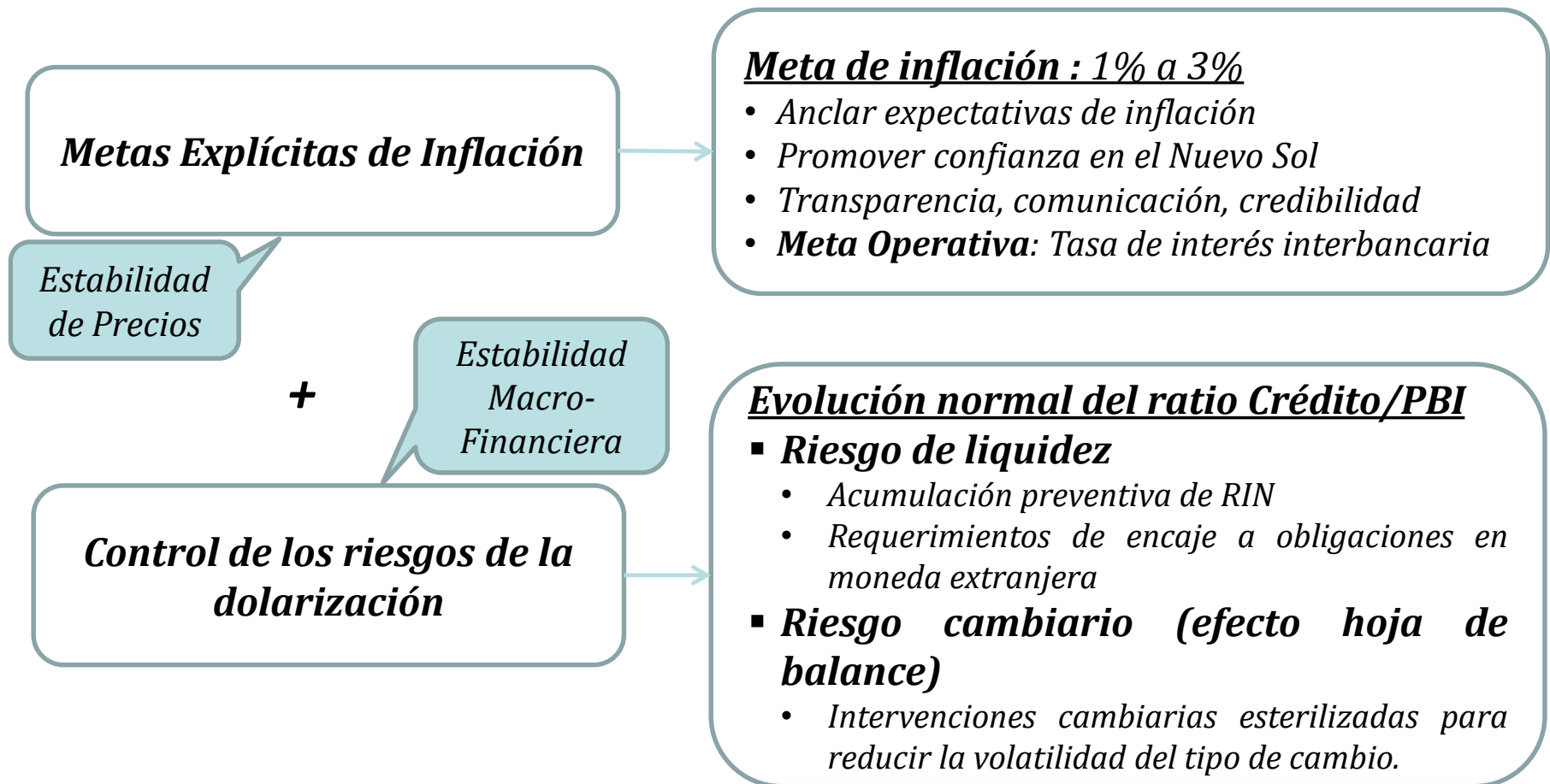
# Perú es uno de los países con la curva de rendimiento en el mercado de deuda soberana de mayor duración.

## Mercado Secundario de Bonos Soberanos del Tesoro Público <sup>1/</sup>



<sup>1/</sup> Tasas de rendimiento negociadas al cierre de cada mes.

# El esquema de metas de inflación toma en cuenta los riesgos que la dolarización genera en la estabilidad financiera.

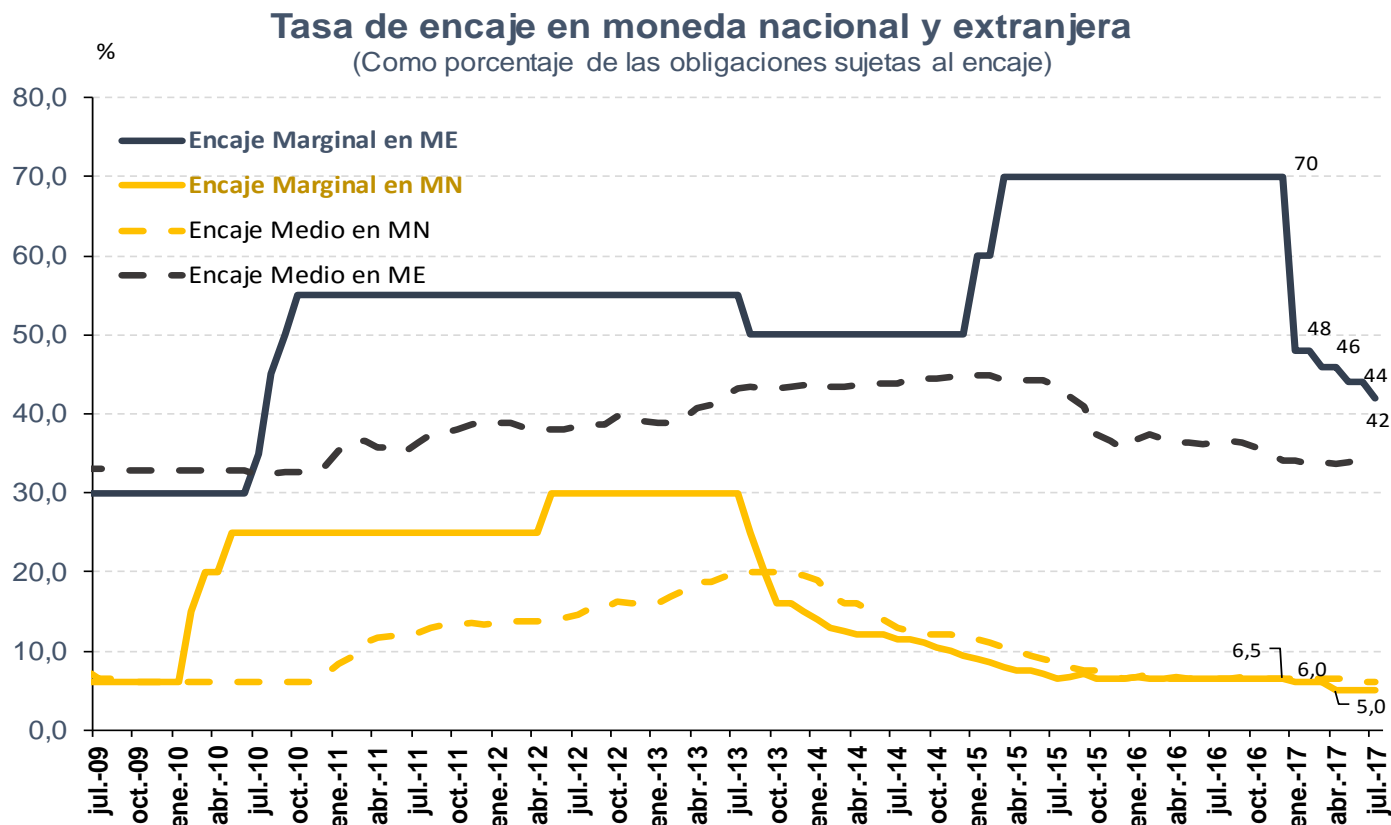


## **La dolarización afecta la estabilidad financiera porque:**

---

- Limita la capacidad del Banco Central para actuar como prestamista de última instancia.
- Incrementa el riesgo de no pago en la banca asociado a los descalces cambiarios.
- Reduce la efectividad de la política monetaria convencional.

# Los encajes tanto en soles como en dólares se utilizan de manera cíclica para reducir la amplitud del ciclo crediticio



# Acumulación preventiva de reservas internacionales para incrementar la capacidad de enfrentar choques externos negativos.

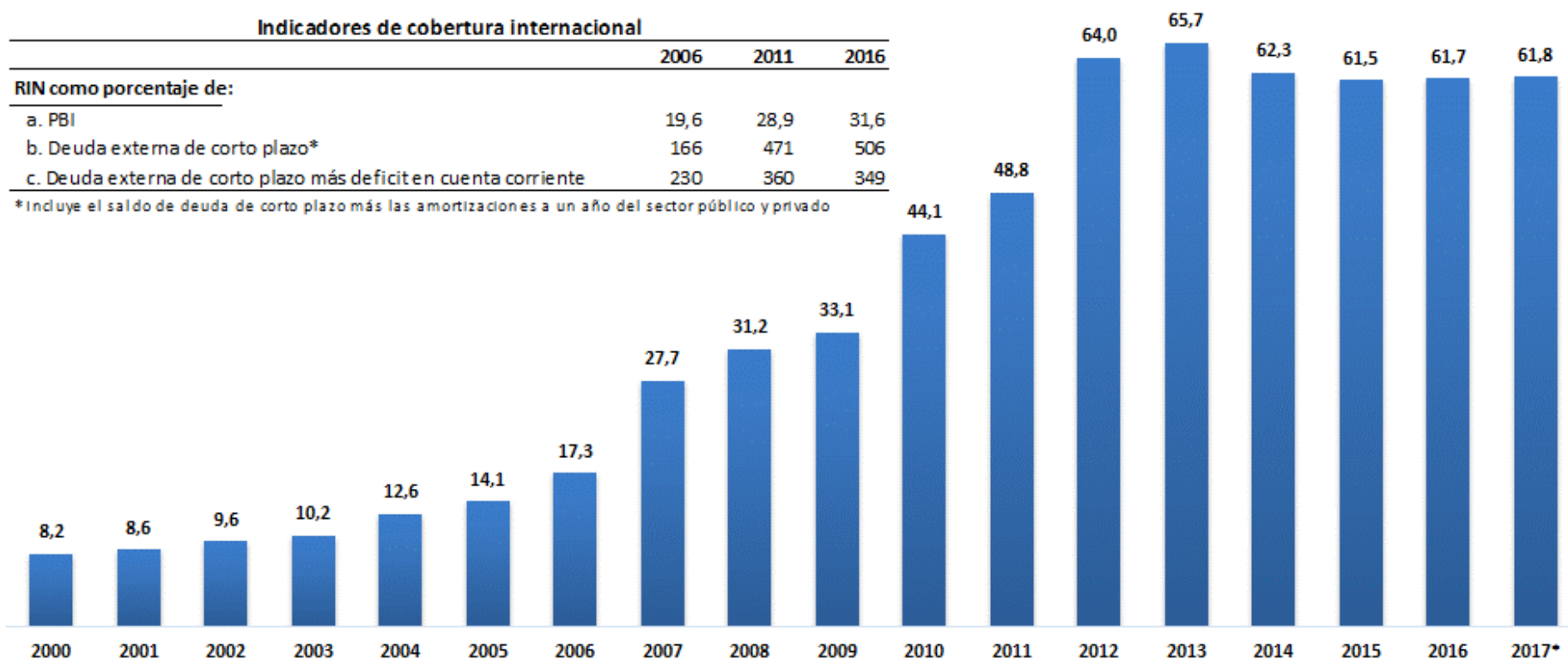
## Reservas Internacionales

(miles de millones de US\$)

### Indicadores de cobertura internacional

	2006	2011	2016
<b>RIN como porcentaje de:</b>			
a. PBI	19,6	28,9	31,6
b. Deuda externa de corto plazo*	166	471	506
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	230	360	349

\* Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector público y privado

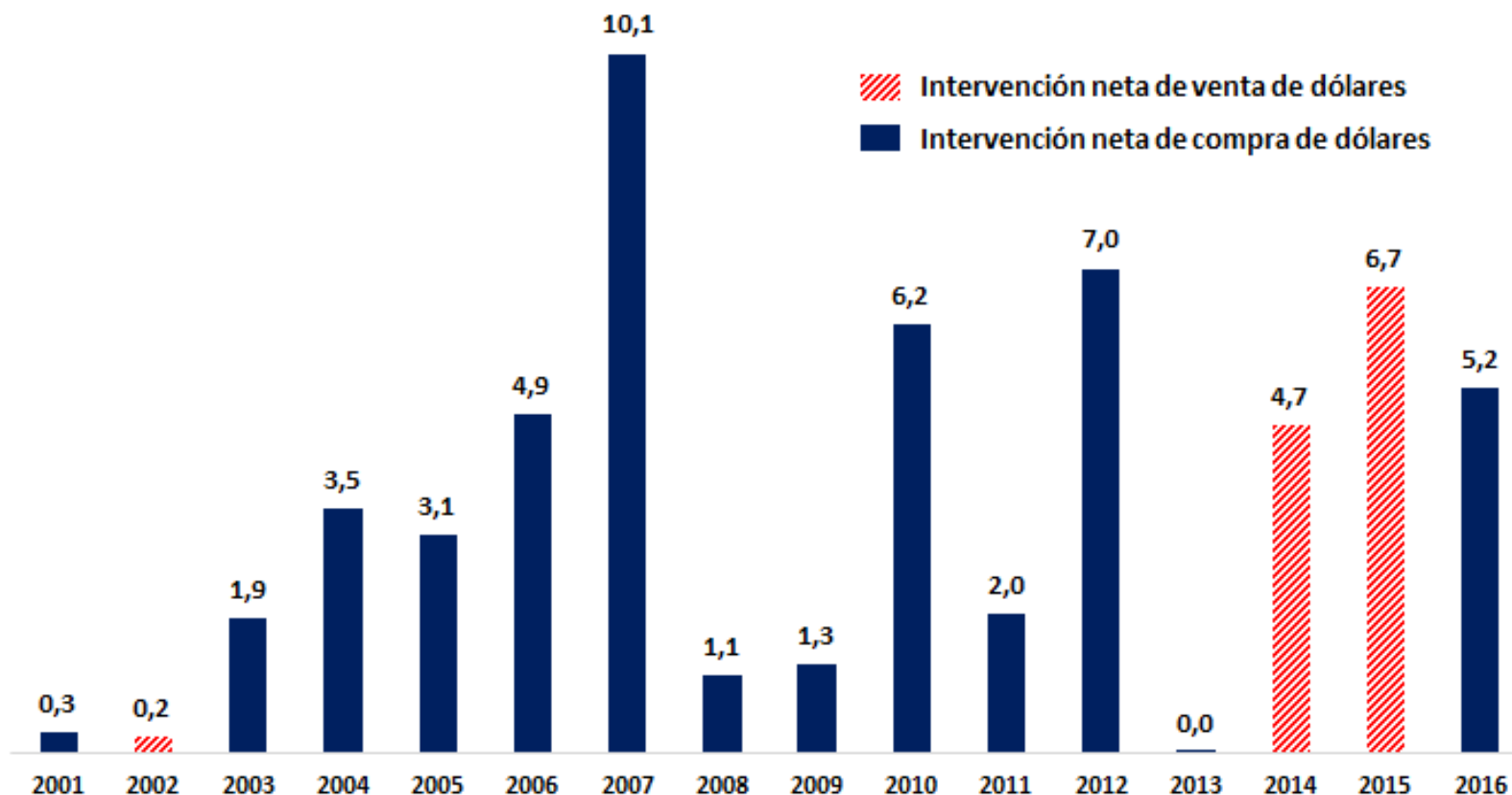


\* A agosto de 2017.



## Intervención cambiaria orientada a limitar la volatilidad del tipo de cambio, ha reducido el riesgo de que se active el efecto hoja de balance.

Intervención cambiaria neta anual del BCRP  
(como % del PBI)



# El esquema flexible de política monetaria y el uso de instrumentos no convencionales de política monetaria han facilitado una respuesta efectiva de política monetaria frente a la crisis financiera internacional de 2008

## Acciones

## Objetivos

### Proveer de liquidez inmediata al sistema financiero en soles y en dólares.

- Reducciones rápidas y drásticas de las tasas de encaje en soles y dólares
- Extensión de plazos de operaciones de inyección de liquidez (REPOS) hasta 1 año
- Recompra de Certificados del BCRP.
- Swaps.
- Nuevos instrumentos, como *CDLBCRP* y *CDRBCRP*.

Mercado de dinero

- Intervención en el mercado spot.
- Colocación de CDR BCRP

Mercado de cambiario

- Reducción drástica de la tasa de interés

Recuperación de la efectividad en la transmisión de las acciones de política monetaria

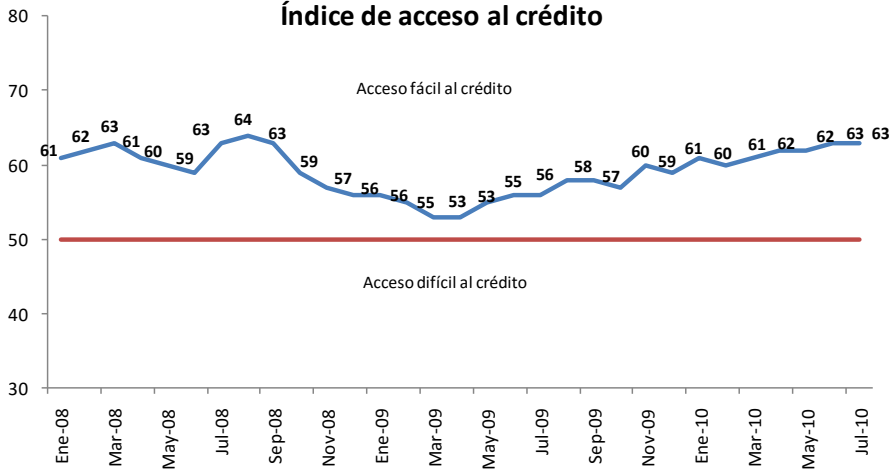
- Proveer de liquidez a los mercados
- Inducir correcciones en los precios de activos.

Evitar la depreciación brusca de la moneda local.

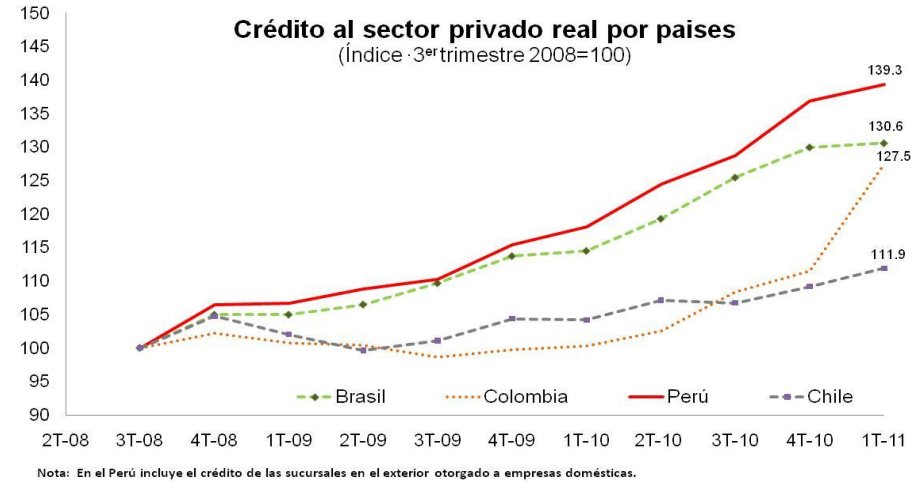
Evitar una contracción significativa del crédito

# Una rápida y efectiva respuesta de política monetaria limitó el impacto negativo en el sistema financiero peruano y en la economía en general de la crisis financiera global.

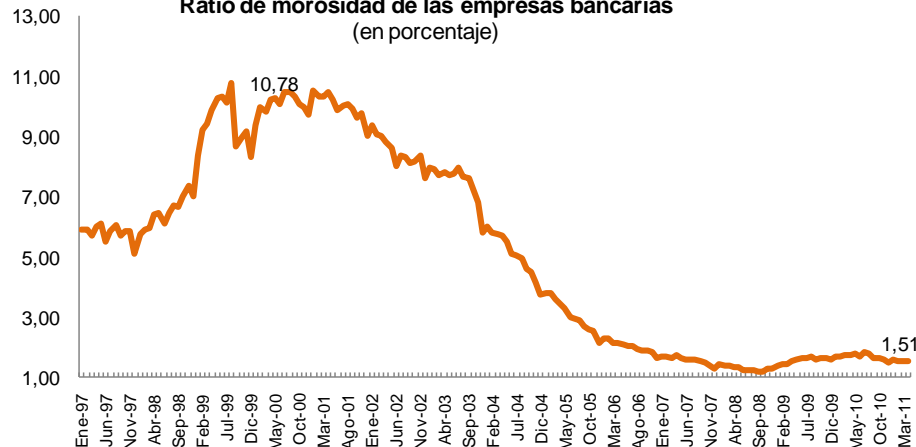
**Índice de acceso al crédito**



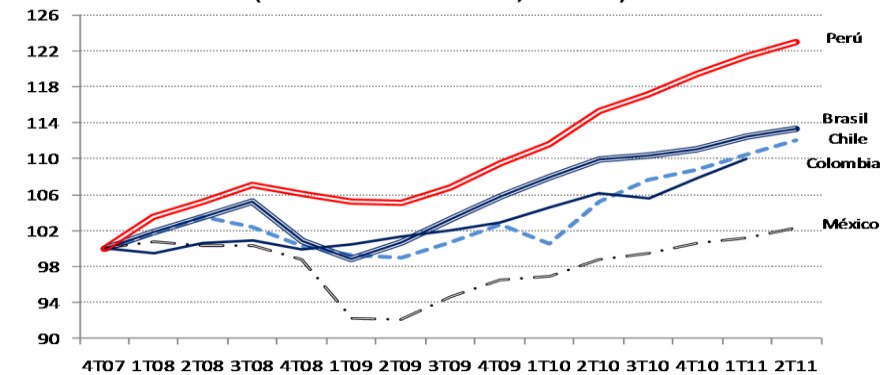
**Crédito al sector privado real por países**  
(Índice: 3er trimestre 2008=100)



**Ratio de morosidad de las empresas bancarias**  
(en porcentaje)



**Evolución del PBI de América Latina**  
(datos desestacionalizados, 4T07=100)



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.

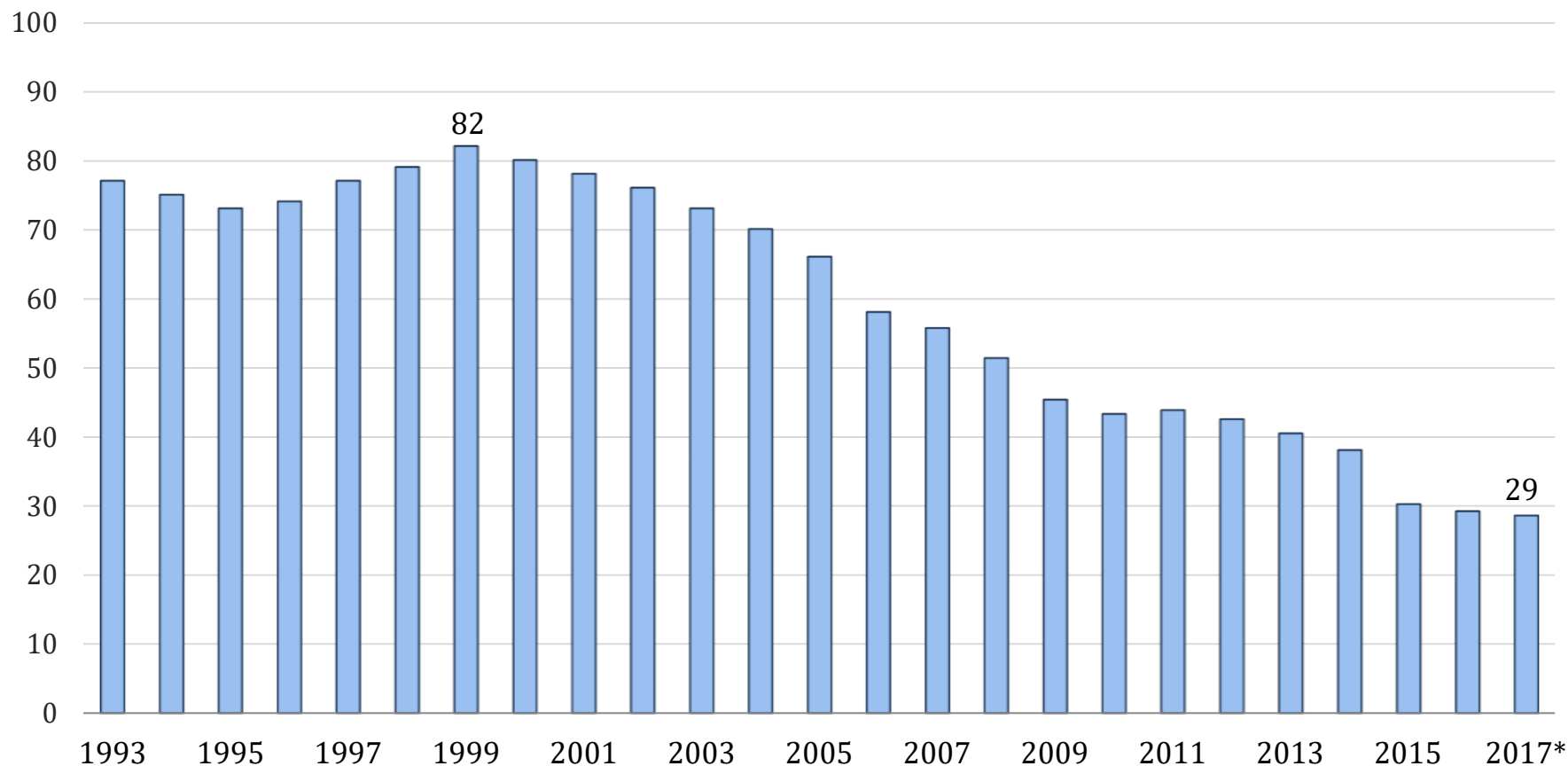
# El BCRP lleva acabo intervención cambiaria directa e indirecta.

1. **Directa:** A través de la compra/venta de dólares en la mesa de negociación.
2. **Indirecta:** A través de la colocación de instrumentos cambiarios:
  - **Certificado de Depósitos Reajustables (CDRBCRP):** creados en el año 2002 con el objetivo de regular la liquidez del sistema financiero a través de la esterilización de los excedentes de liquidez de los bancos y reducir presiones al alza sobre el tipo de cambio.
  - **Certificados de Depósito Liquidables en Dólares (CDLDBCRP):** creados en octubre de 2010 para enfrentar presiones a la baja sobre el tipo de cambio asociadas a operaciones de compras forward de los bancos.
  - **Swaps Cambiarios:** Creados en setiembre de 2014 y se utilizan para reducir la volatilidad del tipo de cambio generada por presiones en el mercado de derivados.

# La estabilidad de precios, juntamente con medidas prudenciales regulatorias han favorecido una reducción sostenida de la dolarización financiera

## Dolarización del crédito

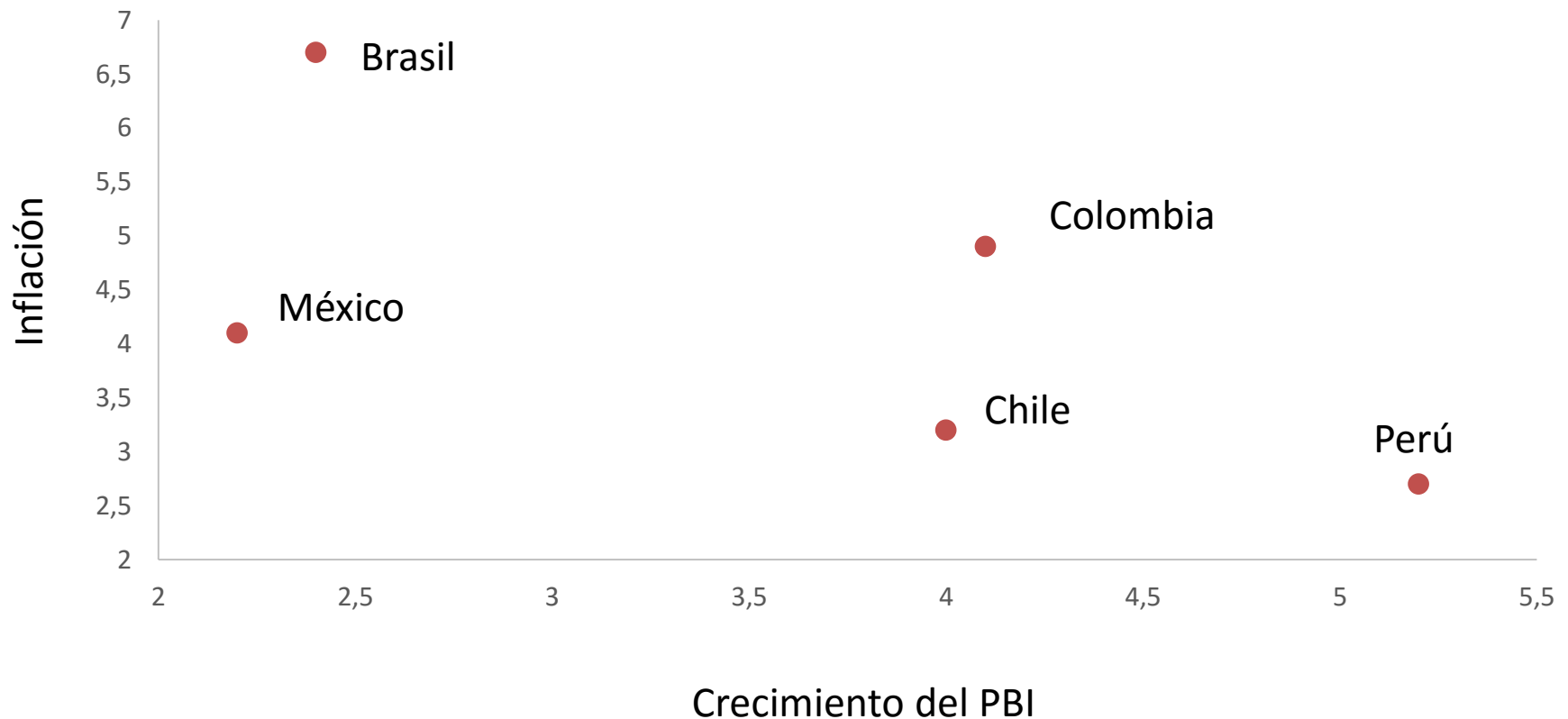
(Como % crédito total)



\* Febrero.

# El esquema de política monetaria ha sido efectivo en lograr tasas de inflación promedio bajas y altas tasas de crecimiento del PIB

*Inflación y Crecimiento del PBI en LA5*  
(Promedio 2001-2016, en porcentaje)



# Comentarios Finales

- Un programa de desinflación exitoso requiere de un consenso social respecto a los problemas de una inflación elevada.
- En este esquema, la independencia del Banco Central resulta clave para forjar credibilidad alrededor de este programa.
- En el caso Perú, el esquema seguido ha sido exitoso en el logro de la estabilidad de precios.
- La estabilidad monetaria y la aplicación de políticas regulatorias prudentes han favorecido la reducción de la dolarización.
- La mejora en la posición fiscal, y el desarrollo de los mercados de deuda en moneda doméstica han contribuido a una mayor efectividad de la política monetaria.

# **Desinflación: Algunas lecciones de la experiencia de Perú**

**Julio Velarde**

**Presidente  
Banco Central de Reserva del Perú**

**Jornadas Monetarias y Bancarias: Desinflación y Estabilidad Financiera**  
Buenos Aires, Argentina  
25 y 26 de septiembre, 2017



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

