

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



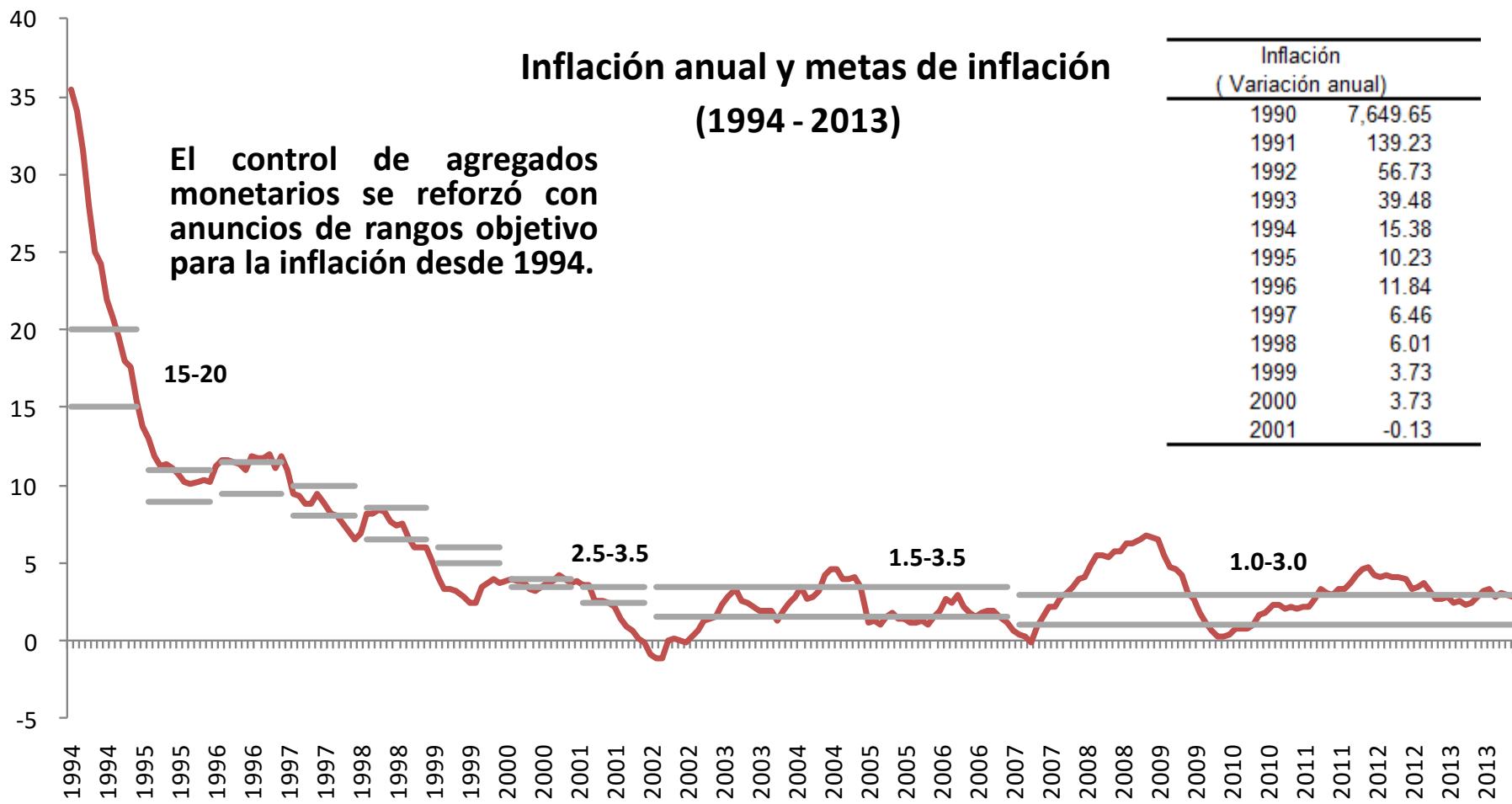
El programa de estabilización de 1990 inició el proceso de reducción gradual de la inflación en Perú.

- 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.

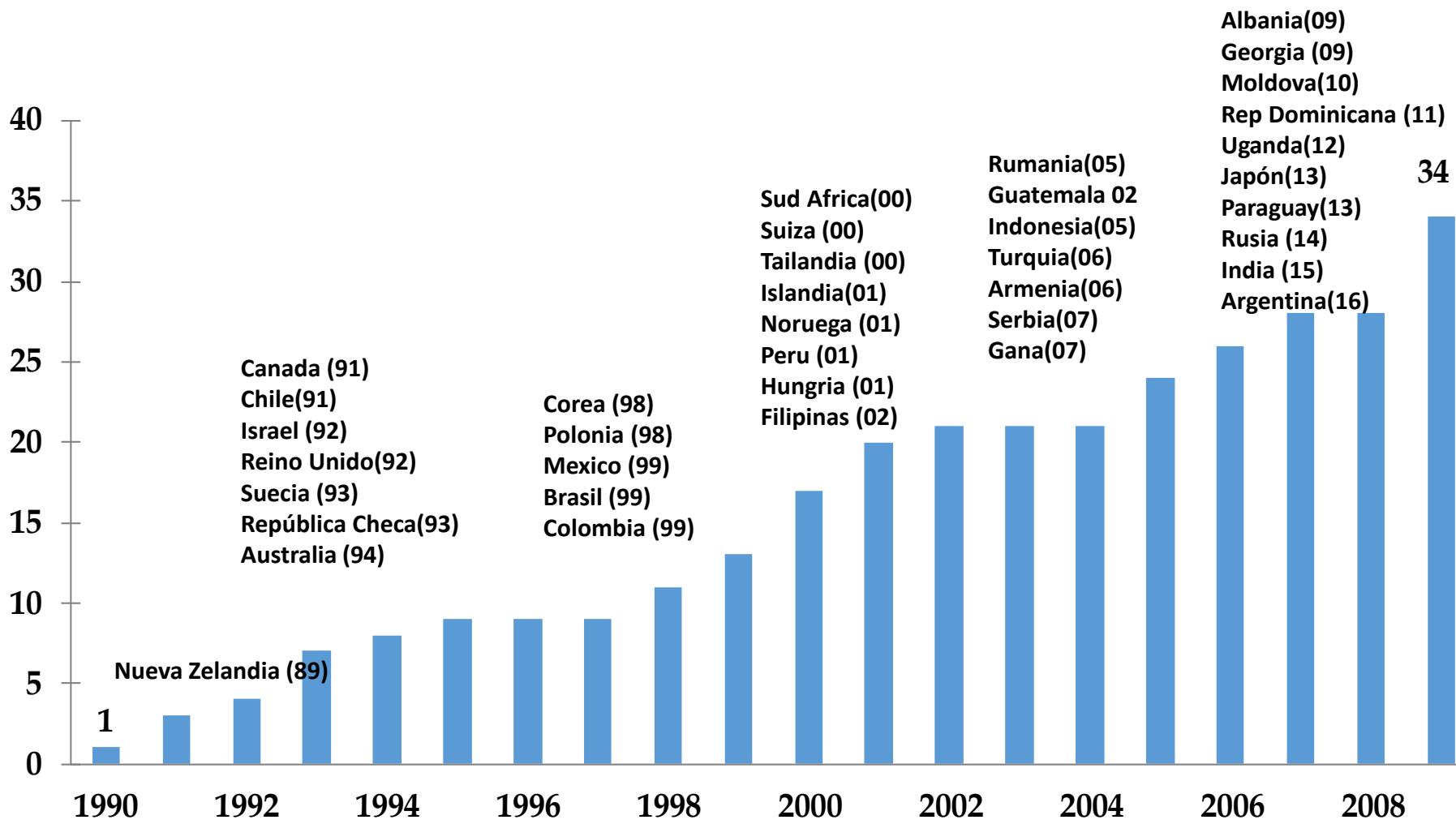
- Reducciones graduales en la tasa de crecimiento de la base monetaria.
- Control monetario basado en uso de encajes y operaciones cambiarias, dado el escaso desarrollo del mercado monetario.
- Intervenciones cambiarias discretionales para reducir la volatilidad del tipo de cambio
- Control de los flujos 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.

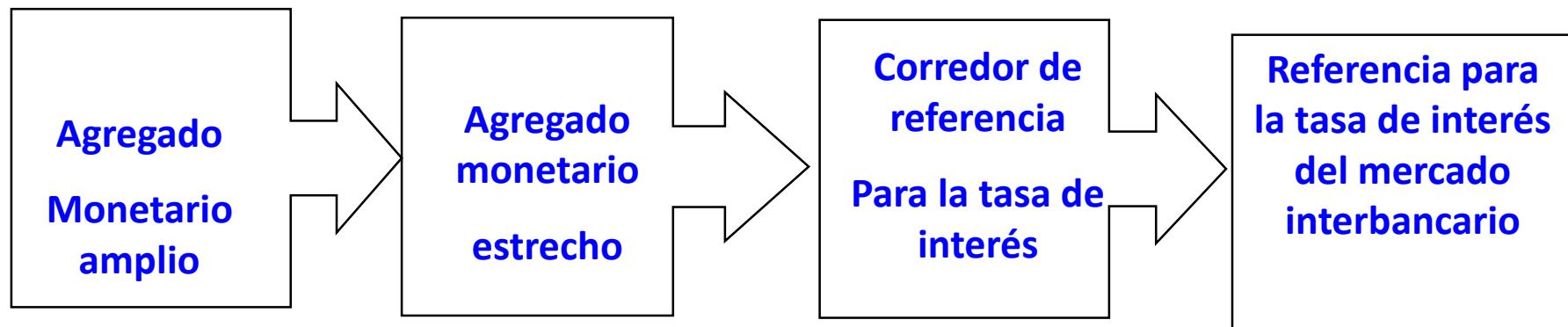


En el año 2001, en un contexto deflacionario, el Perú se convirtió en el primer país con dolarización parcial en adoptar el esquema de metas explícitas de inflación

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.



Tasa de crecimiento de la base monetaria
(hasta 2000)

Depósitos de la banca en el banco central
(2001-2002)

Límite superior: Tasa de interés de redescuento
Límite inferior : Tasa de interés de los depósitos O/N
(2002-2003)

OMAs para el control de la tasa de interés
(desde 2003)

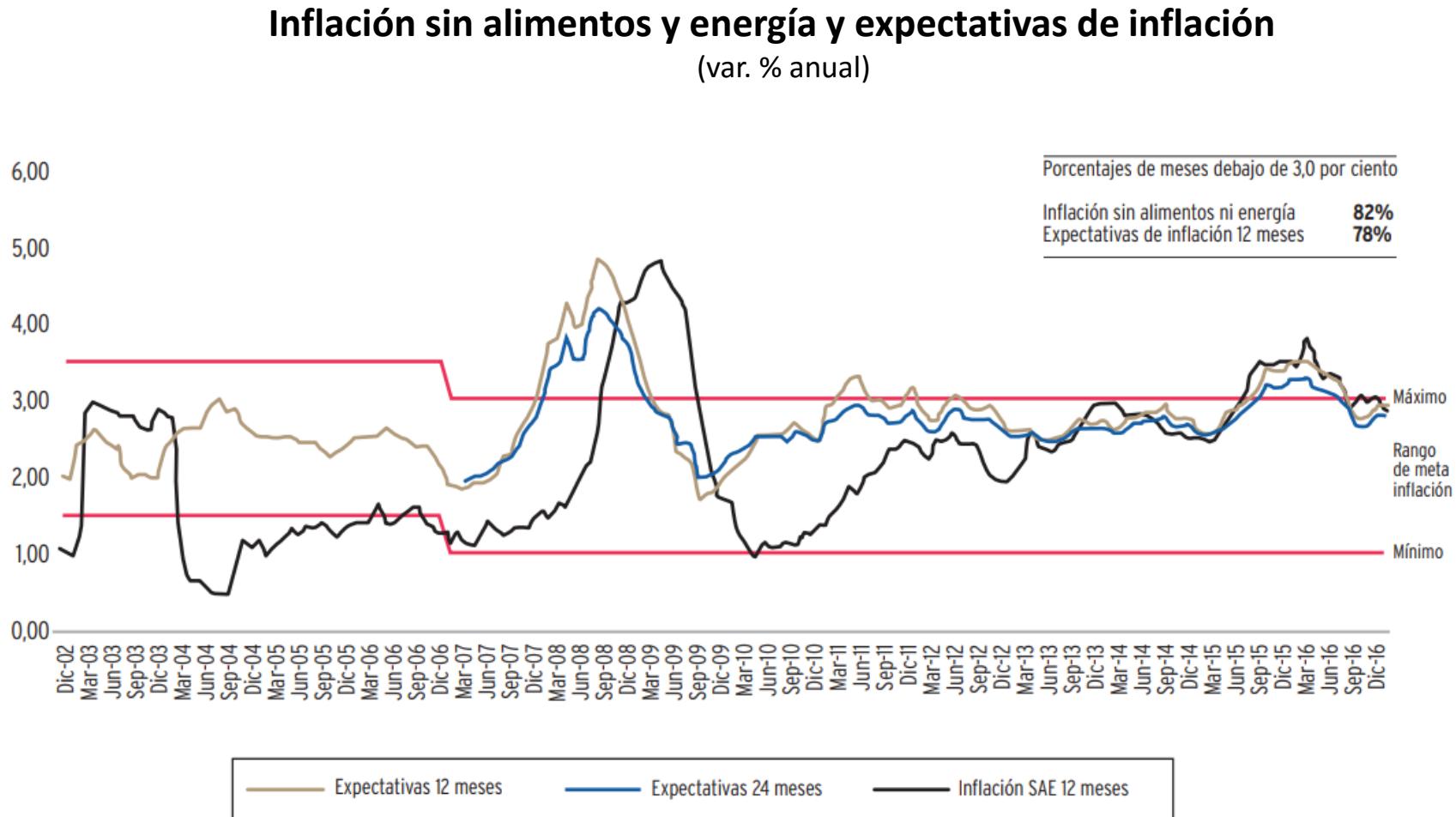
Se crearon nuevos instrumentos monetarios, que ayudaron a una mayor efectividad del control monetario

- 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.

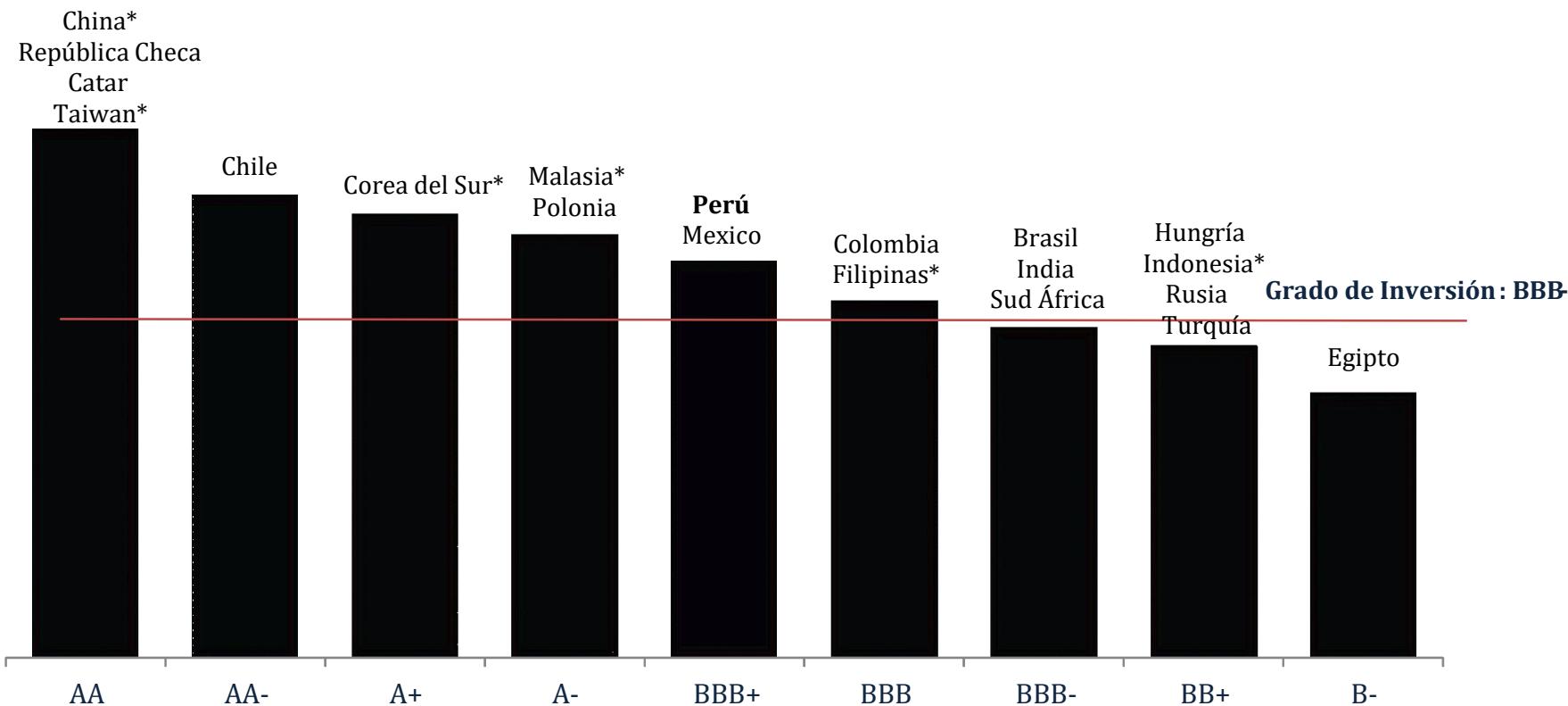


En 2003, se lanzó el programa de creadores de mercado de bonos de gobierno en moneda nacional, que contribuyó al desarrollo de mercado de deuda en moneda doméstica.

- A fines 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.

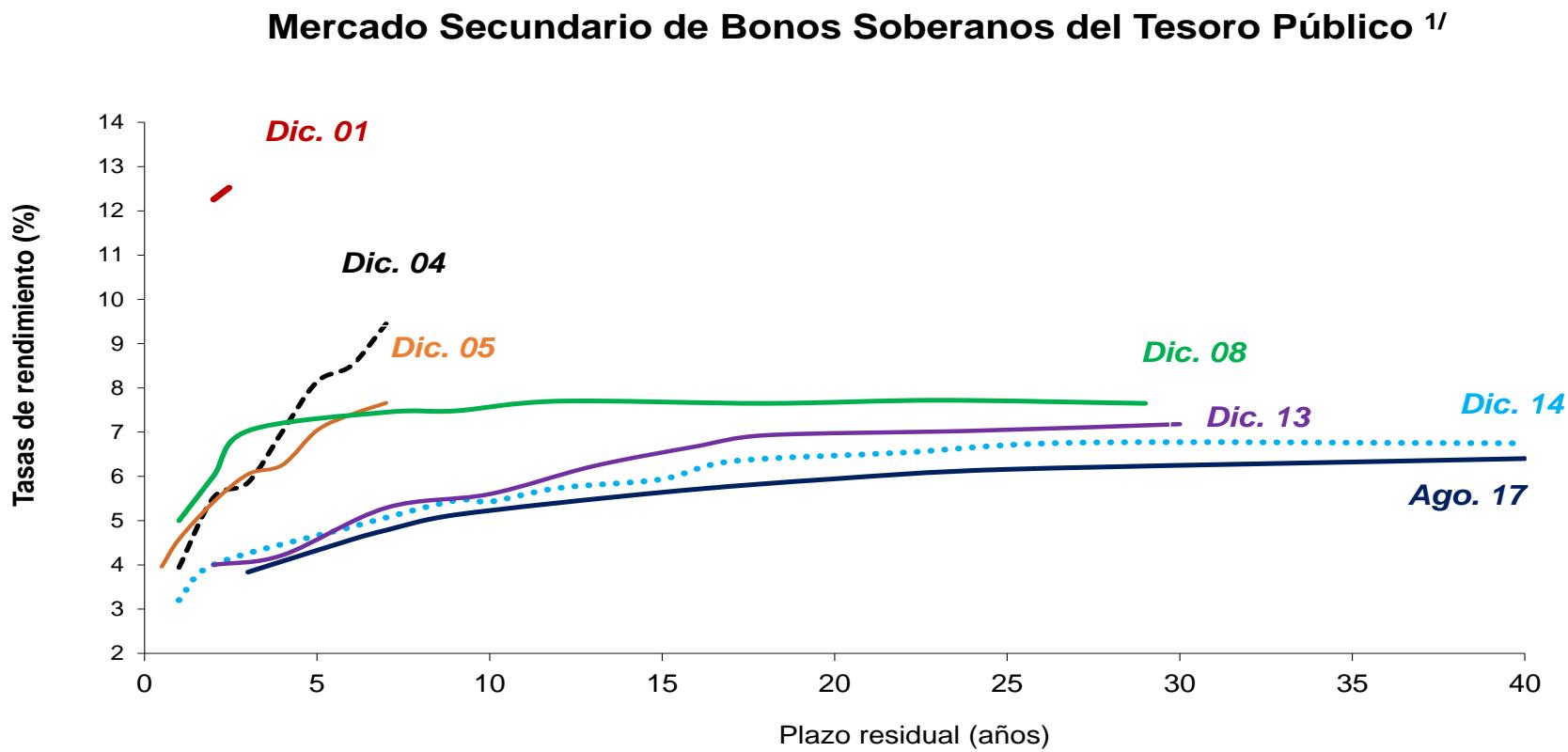
Deuda de Largo en Moneda Extranjera



Fuente: Standard & Poors.

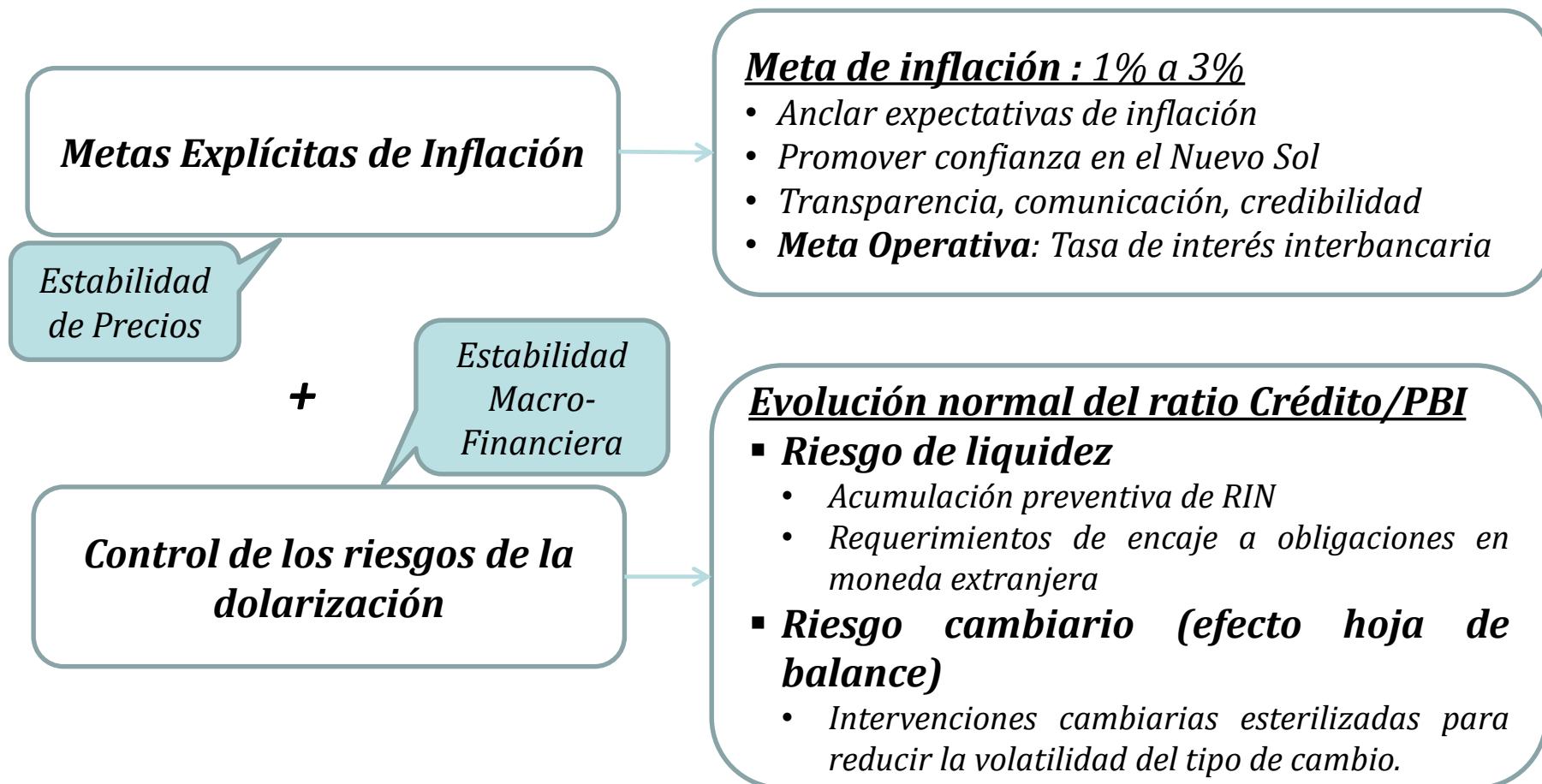
* Asia- Pacifico

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



1/ Tasas de rendimiento negociadas al cierre de cada mes.

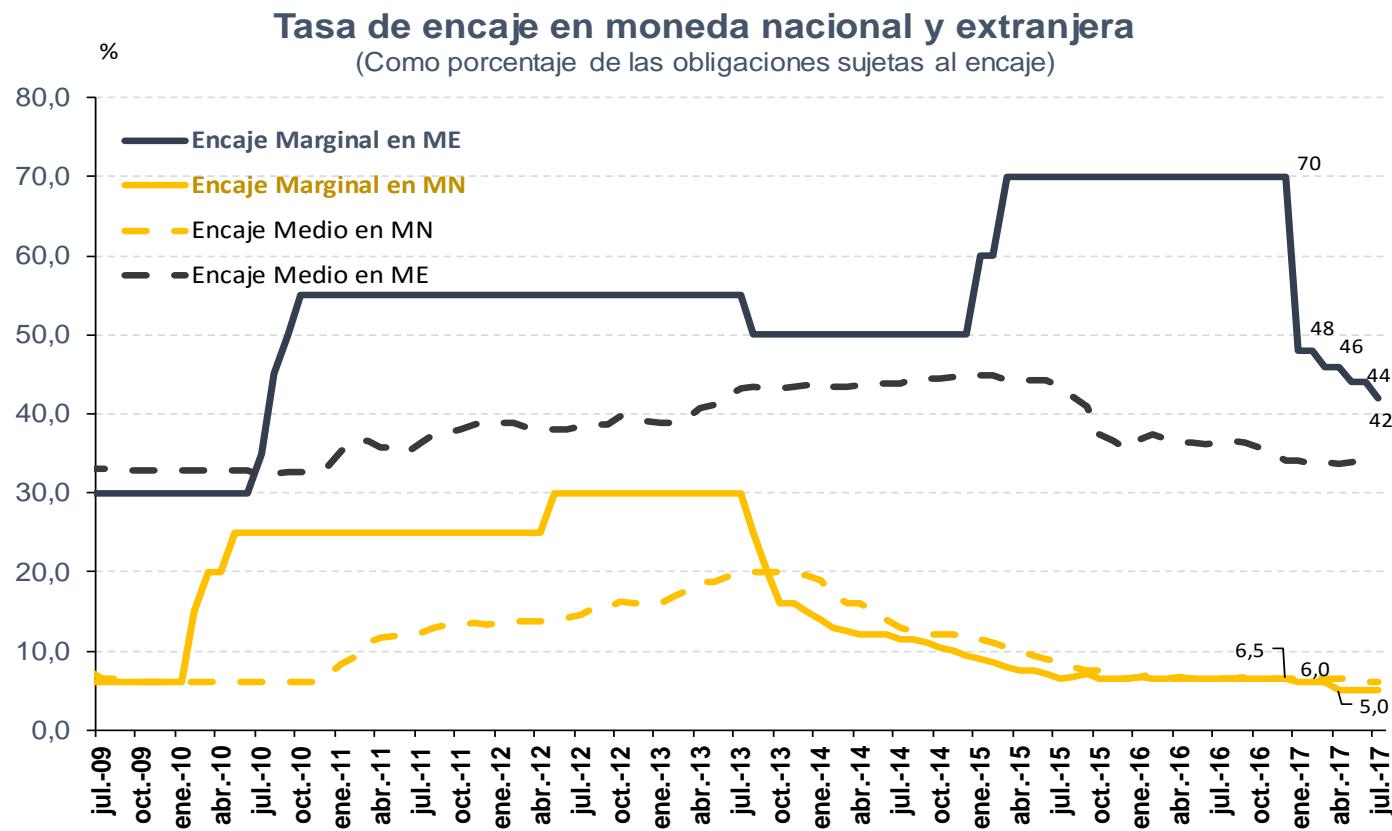
El esquema de metas de inflación toma en cuenta los riesgos que la dolarización genera en la estabilidad financiera.



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.

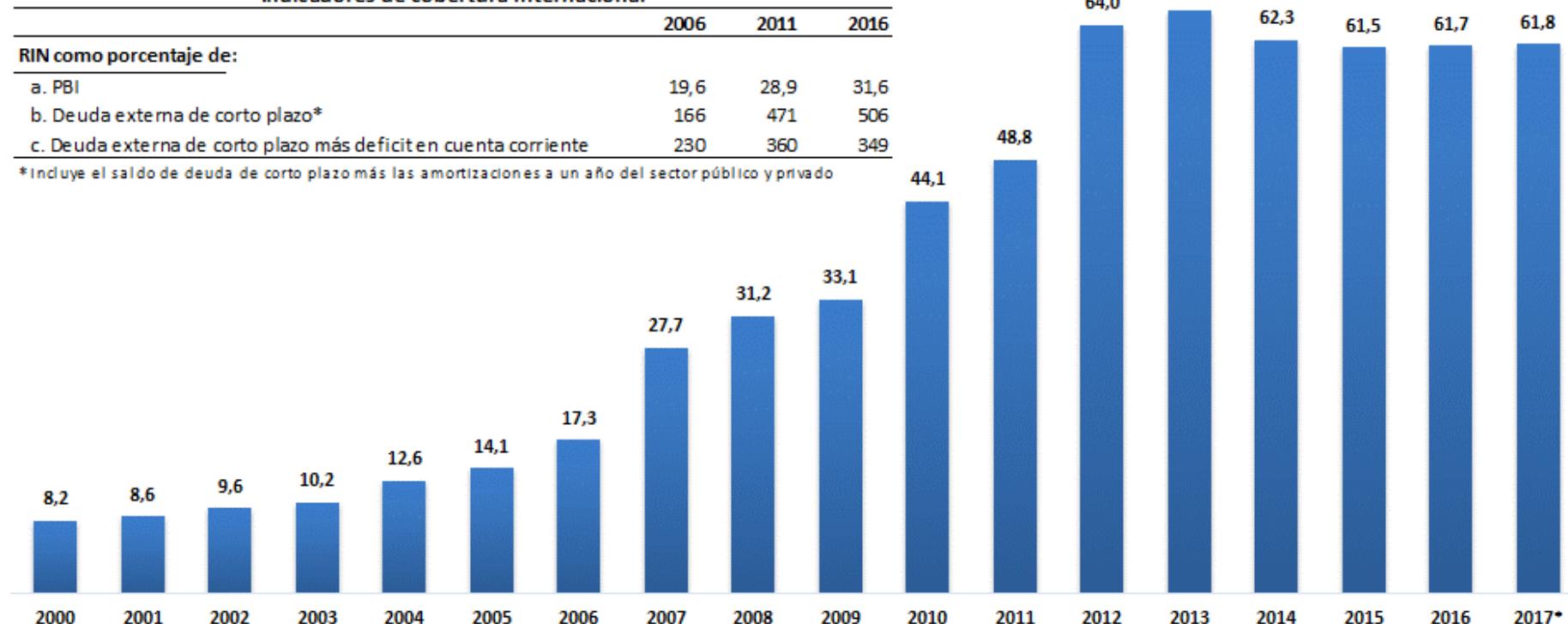
Los encajes tanto en soles como en dólares se utilizan de manera cíclica para reducir la amplitud del ciclo crediticio



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

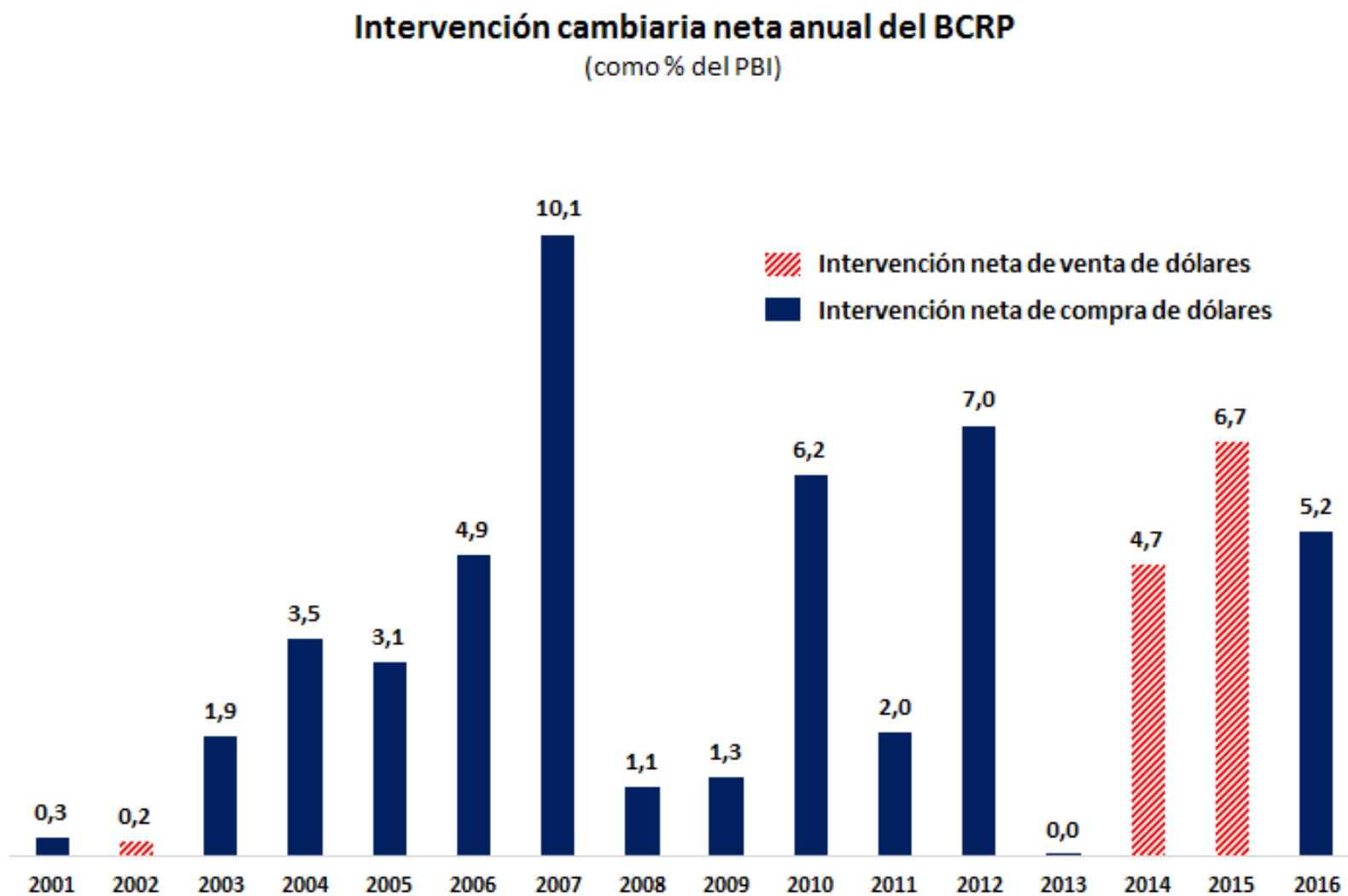
Reservas Internacionales (miles de millones de US\$)

Indicadores de cobertura internacional



* 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.



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

Mercado de dinero

Mercado de cambio

Acciones

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*.

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

- Reducción drástica de la tasa de interés

Objetivos

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

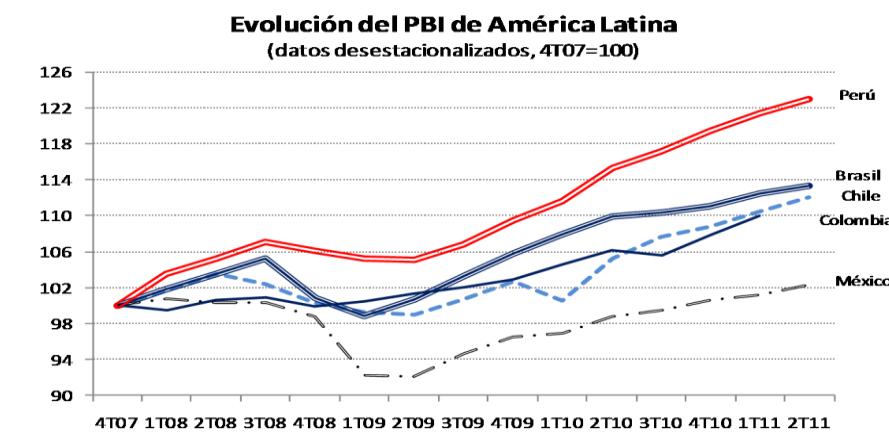
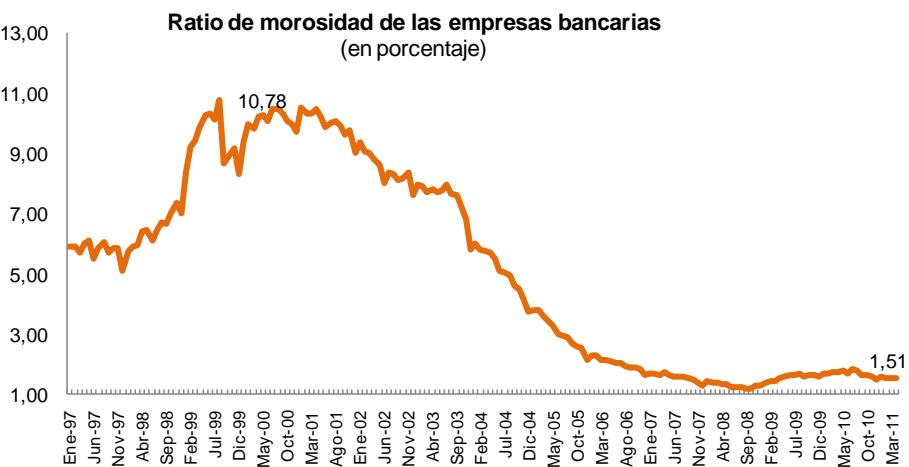
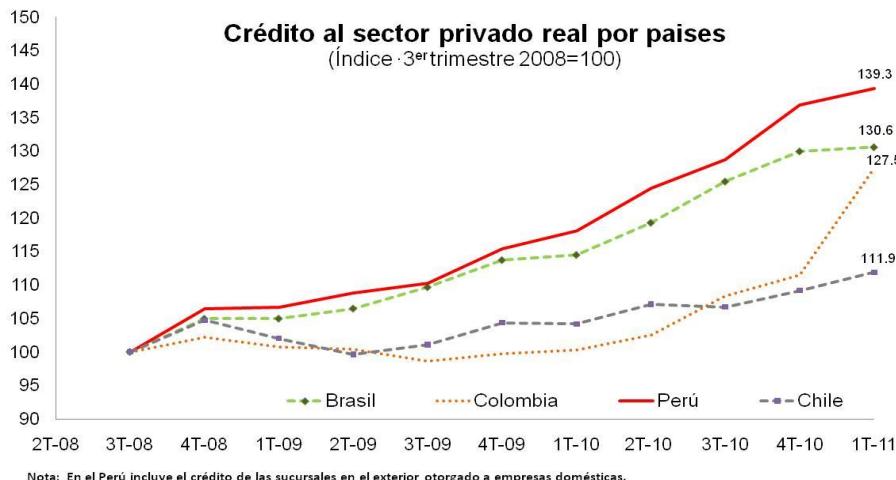
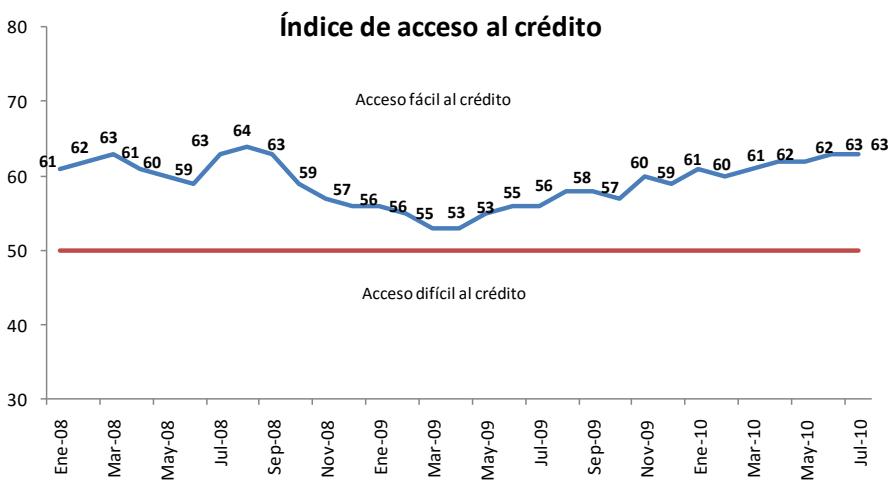
• Proveer de liquidez a los mercados

- 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.



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.

El BCRP lleva acabo intervención cambiaria directa e indirecta.

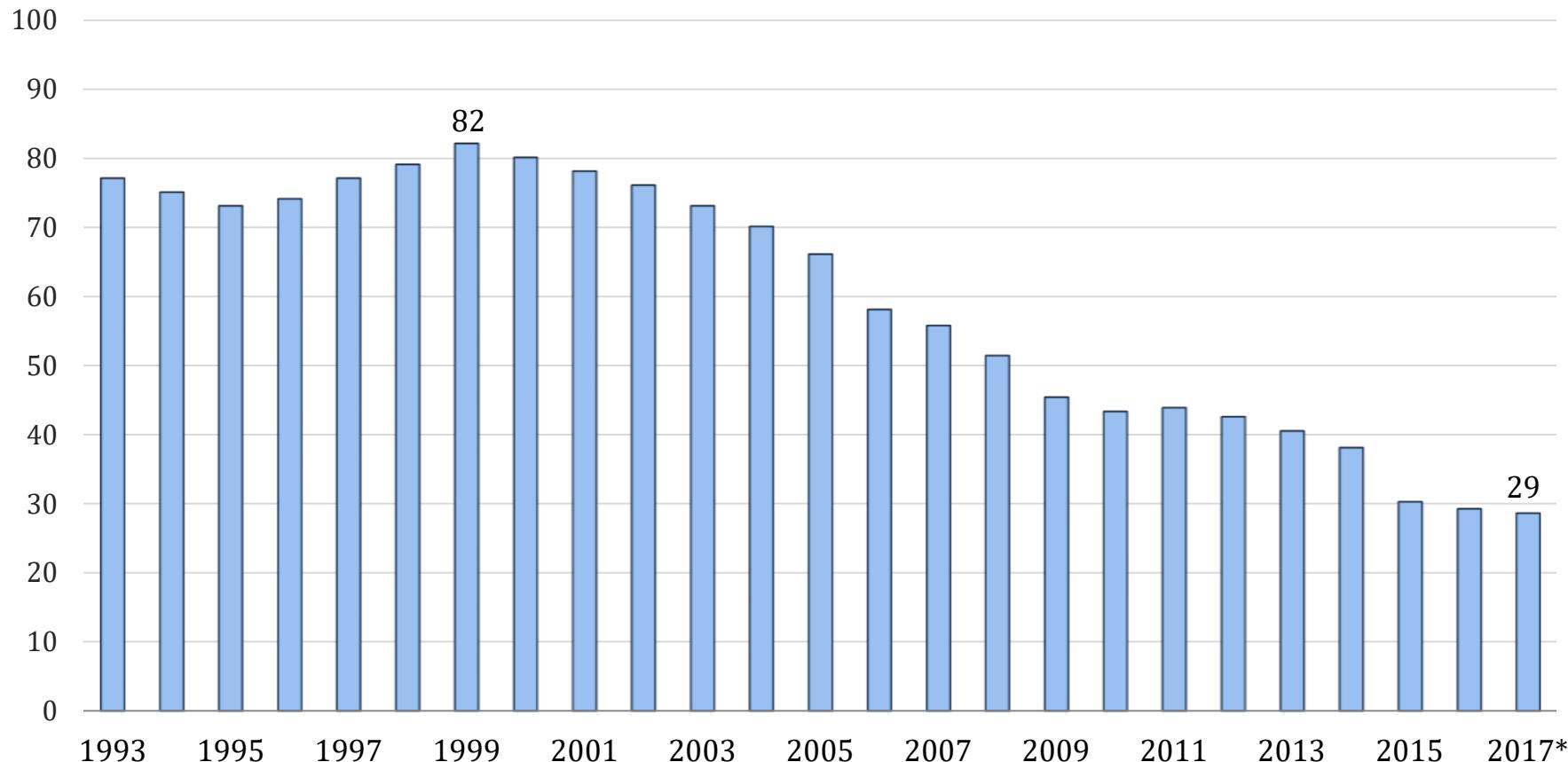
1. **Directa:** A través de la compra/venta de dólares en la mesa de negociación.

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

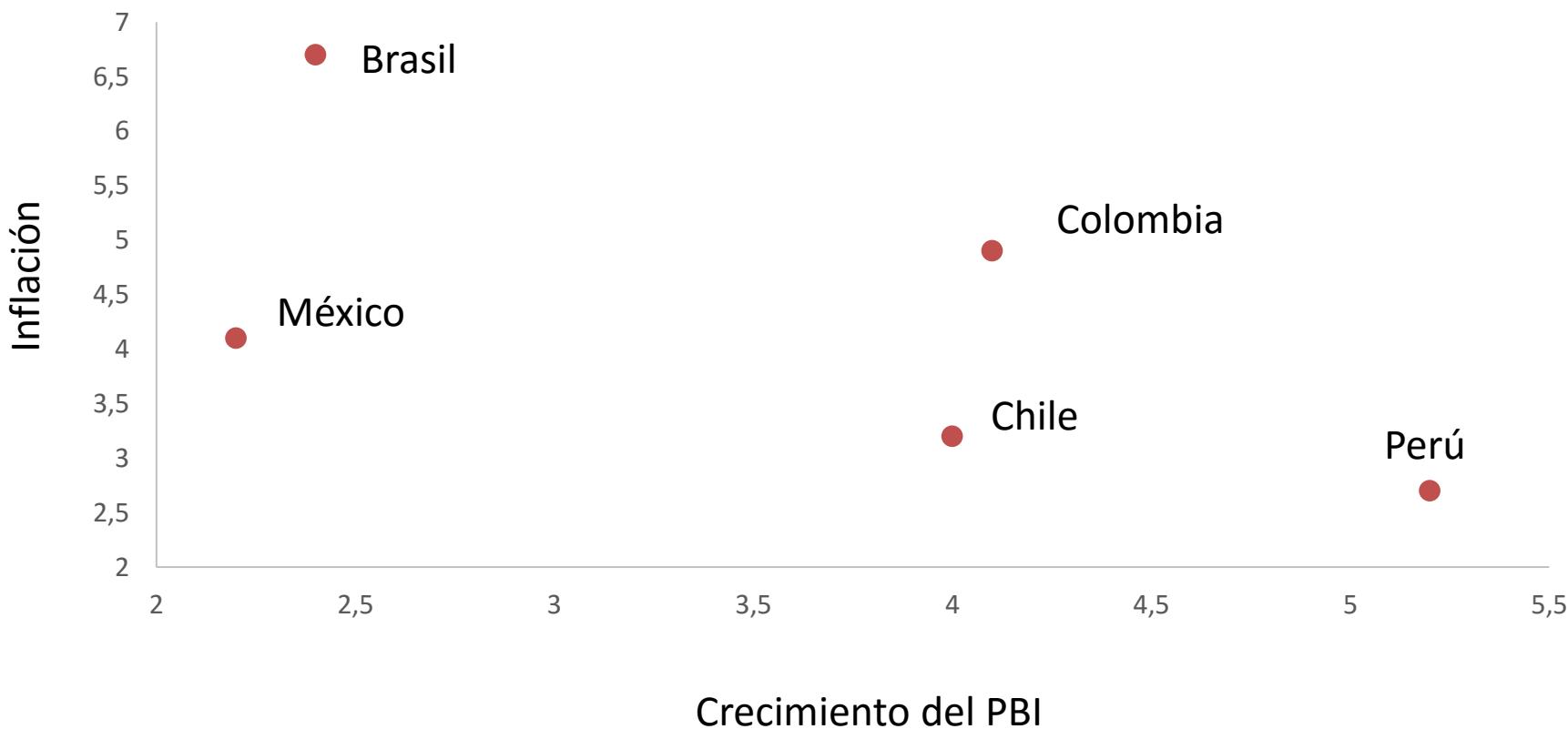
(Como % crédito total)



* 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