
Julio Velarde y Martha Rodríguez

EFFECTOS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL
EN LA ECONOMÍA PERUANA 1997-1998:

lecciones e implicancias de política económica



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
CENTRO DE INVESTIGACIÓN



consorcio de investigación
económica y social

© Universidad del Pacífico
Centro de Investigación
Avenida Salaverry 2020
Lima 11, Perú

**Efectos de la crisis financiera internacional en la economía peruana 1997-1998:
lecciones e implicancias de política económica**

Julio Velarde

Martha Rodríguez

1a. edición: mayo 2001

Diseño: Ícono Comunicadores

I.S.B.N. : 9972-804-04-6

Depósito Legal Nº 1501132001-0714

Esta publicación ha sido posible gracias al auspicio del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID) y de la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI).

BUP-CENDI

Velarde, Julio

Efectos de la crisis financiera internacional en la economía peruana 1997-1998 / Julio Velarde y Martha Rodríguez. — Lima : Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 2001. — (Documento de Trabajo ; 36)

/CRISIS ECONÓMICA/POLÍTICA ECONÓMICA/INFLACIÓN/DEUDA EXTERNA/
INDICADORES ECONÓMICOS/PERÚ/ASIA/RUSIA/BRASIL/

338.974(85) (CDU)

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (APESU) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (EULAC).

El Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico y el Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES) no se solidarizan necesariamente con el contenido de los trabajos que publican. Prohibida la reproducción total o parcial de este texto por cualquier medio sin permiso de la Universidad del Pacífico y el CIES.

Derechos reservados conforme a Ley.



Índice

Introducción	7
1 Las crisis internacionales recientes	8
1.1 Caracterización de la crisis asiática	8
1.2 La crisis rusa y brasileña	21
2 La economía peruana frente a los choques	23
2.1 Indicadores líderes de crisis	24
2.1.1 Indicadores básicos de estabilidad macroeconómica	24
2.1.2 Indicadores relativos a la cuenta corriente	27
2.1.3 Indicadores del sistema financiero	36
2.1.4 Indicadores del nivel y manejo de la deuda externa	39
2.1.5 La dolarización	43
2.1.6 El rol de la política económica	44
2.2 La relativa fortaleza de la economía y la magnitud de la crisis ..	45
3 Efectos de las crisis internacionales y respuestas de política	46
3.1 Efectos globales de las crisis	46
3.2 Situación de la economía peruana antes de la crisis rusa	48
3.3 Los efectos iniciales de la crisis rusa y la reacción de la política económica	50
3.4 Reacción de la política económica frente a la caída de la demanda	54
4 Conclusiones y lecciones de política	64
Bibliografía	67



Introducción^{1,2}

El presente trabajo tiene como objetivo evaluar los efectos de la crisis rusa sobre la economía peruana, teniendo en cuenta tanto la fortaleza relativa de los fundamentos de la economía en el momento de producida la crisis, como las políticas que se aplicaron para enfrentarla. Asimismo, se extraen las lecciones más importantes sobre la política económica. Se pone énfasis en la crisis rusa, por ser ésta la que más afectó al Perú. Sin embargo, se discuten los principales aspectos de la crisis asiática, como una referencia de comparación con lo sucedido en el Perú.

El estudio comprende tres secciones. En la primera se presentan los principales aspectos que caracterizaron a las economías asiáticas antes de la crisis de 1997, así como los factores más importantes que determinaron la ocurrencia de dicha crisis.

En la segunda sección se analizan, para el caso de la economía peruana, los indicadores de vulnerabilidad frente a las crisis que se han discutido en la literatura económica. Estos indicadores son comparados con los de los países asiáticos antes de 1997 y los de algunos países latinoamericanos antes de la crisis de setiembre de 1998. Asimismo se estima un indicador de crisis, que permite comparar la magnitud de la misma en el Perú, frente a otros países.

En la tercera sección se analiza el desencadenamiento de la crisis peruana de 1998-1999, sus causas y efectos, y el rol que tuvieron las políticas puestas en marcha. Finalmente, en la cuarta sección se presentan las principales conclusiones sobre las características de la crisis peruana, y algunas lecciones de política económica derivadas de esta experiencia.

1. Este trabajo fue realizado gracias al apoyo del IIRC.

2. Colaboraron como asistentes de investigación Alvaro Morge, Javier Torres y Claudia Mendieta.



1. Las crisis internacionales recientes

En esta sección se discuten algunos de los aspectos más saltantes de la crisis asiática, en particular, los factores que llevaron a su desencadenamiento; adicionalmente se comentan brevemente las crisis rusa y brasileña. Se pone énfasis en la crisis asiática, debido a que la mayor parte de los estudios han encontrado en ella rasgos distintivos con referencia a otras crisis cambiarias, mientras que las crisis rusa y brasileña parecen encajar mejor en las crisis tradicionales de balanza de pagos.

1.1 Caracterización de la crisis asiática

Se ha señalado que la crisis del Sudeste Asiático (Corea, Indonesia, Tailandia, Filipinas, Hong Kong, Singapur, Taiwán y Malasia) empezó en julio de 1997¹. El 2 de julio, Tailandia, que había mantenido un tipo de cambio fijo respecto del dólar durante más de tres años, se vio obligada a dejarlo flotar libremente, y en un solo día se devaluó en un 18%. Posteriormente, las monedas de los demás países fueron cayendo una a una: el 11 de julio el peso filipino, el 26 de julio el ringgit malayo, el 12 de agosto el dólar de Singapur, el 26 de setiembre la rupia de Indonesia, el 14 de octubre el dong vietnamita, y el 17 de ese mismo mes el dólar taiwanés.

Muchos sostienen que la ruptura de la burbuja especulativa (tanto bursátil como inmobiliaria), que se había desarrollado en todos estos países durante los últimos años, hizo que la crisis se transmitiera a los sistemas financieros. Las tasas de interés tuvieron que elevarse significativamente para defender las monedas y

1. En realidad, los primeros indicios de la crisis se dieron en el mercado bursátil taiwanés a inicios de 1997.



evitar las salidas de capitales, lo que provocó el desplome de los mercados de valores, afectando los balances de las instituciones financieras locales y los de los prestamistas internacionales.

Esta crisis ha tenido lugar después de varias décadas de un dinamismo considerable de las economías asiáticas. Desde el final de la década de los sesenta, el PBI per cápita se ha multiplicado por cinco en Tailandia, por cuatro en Malasia y, en la actualidad, los de Hong Kong y Singapur superan a los de muchos países industriales. Asimismo, durante los años que antecedieron a la crisis la región asiática atrajo a más de la mitad de los flujos totales de capital destinados a los países en desarrollo, mientras que sus exportaciones experimentaron un crecimiento sostenido, que en 1997 representó más del 13% del total de las exportaciones mundiales, cuando en 1985 sólo alcanzaban el 7.6% (destacando su participación y crecimiento en el comercio mundial del sector manufacturero). Debido a este largo historial de éxito económico, la crisis tomó por sorpresa a casi todos los inversionistas, empresas, y gobiernos de la región².

Diversas explicaciones han surgido sobre la crisis del Sudeste Asiático. Así, por ejemplo, Sachs clasifica las causas de la crisis en tres categorías: cambios en las condiciones de los mercados internacionales, debilidad creciente y mal manejo de las economías asiáticas, y la inestabilidad intrínseca de los mercados internacionales de capitales. A continuación se examinarán las condiciones económicas de la región previas a la crisis, así como las principales explicaciones que se han formulado y sus mecanismos de propagación.

- Fundamentos económicos antes de la crisis

Una de las principales razones por las que la crisis asiática no fue anticipada por los prestamistas internacionales y agentes del mercado es que muchos de los países analizados parecían poseer sólidos fundamentos económicos³. El Producto Bruto Interno de la región⁴, por ejemplo, mostró una tasa de crecimiento promedio superior a 7% de 1990 a 1996. Incluso durante 1997, debido al impulso

2. Cabe mencionar que Paul Krugman ya había anticipado la desaceleración del crecimiento económico de los países asiáticos hacia 1994, pero su predicción se refería a la insostenibilidad de las tasas de crecimiento y no a una crisis financiera.

3. Más adelante se presentará la posición de Nouriel Roubini (1998) y Giancarlo Corsetti (1998), entre otros, quienes discrepan con esta afirmación, y señalan que sí existían señales claras de alerta pero que los inversionistas (nacionales y extranjeros) las ignoraron.

4. Entiéndase por región: Corea, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Hong Kong, China y Taiwán.

de los meses que antecedieron a la crisis, el ritmo de crecimiento llegó a 6% (si bien Tailandia cayó en cerca de 0.5%, Filipinas y Malasia mostraron crecimientos superiores a 7.5%). Asimismo, la tasa de inflación durante los noventa se mantuvo relativamente baja y estable, mientras que las cuentas fiscales mostraban superávit en la mayoría de los países. Adicionalmente, lo elevado del componente de inversión (respecto del PBI) parecía garantizar un crecimiento económico tanto en el mediano como en el largo plazo (ver Cuadro 1).

Cuadro 1

Países asiáticos: tasas de inversión 1990-1997

(% del PBI)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Corea	36.93	38.90	36.58	35.08	36.05	37.05	38.42	34.97
Indonesia	36.15	35.50	35.87	29.48	31.06	31.93	30.80	31.60
Malasia	31.34	37.25	33.45	37.81	40.42	43.50	41.54	42.84
Filipinas	24.16	20.22	21.34	23.98	24.06	22.22	24.02	24.84
Singapur	35.87	34.21	35.97	37.69	32.69	33.12	35.04	37.40
Tailandia	41.08	42.84	39.97	39.94	40.27	41.61	41.73	34.99
Hong - Kong	27.44	27.20	28.50	27.54	31.85	34.91	32.38	35.08
China	34.74	34.77	36.17	43.47	40.88	40.20	38.73	37.55
Taiwán	23.08	23.29	24.90	25.16	23.87	23.65	21.24	22.20

Fuente: International Financial Statistics (FMI).

Por otra parte, los flujos de capitales privados a la región mantuvieron un gran dinamismo hasta antes de la crisis. Así, se estima que entre 1994 y 1996 el ingreso de capitales privados a las cinco economías llegó a representar el 11% del PBI. Dentro de este ingreso de capitales el endeudamiento privado creció a un ritmo mayor que la inversión directa extranjera.

No obstante el favorable entorno económico que estas cifras puedan mostrar, diversas señales de vulnerabilidad se observaban hacia inicios de 1997 en los países de la región. Así, por ejemplo, durante 1996 y principios de 1997 se advirtió un crecimiento continuo de los déficits en cuenta corriente, una relativa sobrevaluación de los tipos de cambio y un crecimiento lento de las exportaciones (ver Cuadros 2 y 3). Del mismo modo, se observó una rápida expansión del crédito bancario y el crecimiento de la deuda extranjera de corto plazo (ver Cuadros 4 y 5).



Quadro 2

Países asiáticos: balanza comercial y cuenta corriente 1985-89 y 1990-96

(% del PBI)

	Corea		Indonesia		Malasia		Filipinas		Tailandia	
	1985-89	1990-96	1985-89	1990-96	1985-89	1990-96	1985-89	1990-96	1985-89	1990-96
Cuenta corriente	4.30	-1.70	-2.50	-2.50	2.40	-5.60	-0.50	-3.30	-2.00	-6.80
Balanza comercial	3.60	-1.20	5.90	4.50	13.70	3.20	-2.90	-8.70	-2.20	-4.70
Exportaciones	30.70	25.00	21.90	24.20	56.10	73.20	17.10	17.40	22.90	29.60
Importaciones	-27.20	-26.20	-15.90	-19.70	-42.50	-70.00	-20.00	-26.10	-25.10	-34.30

Fuente: International Financial Statistics (FMI).

El deterioro de la cuenta corriente se puede observar en los años noventa. Entre 1985 y 1989, Corea tenía un superávit de 4.3% y el de Malasia llegaba a 2.4% (de sus respectivos PBI), mientras que entre 1990 y 1996 el déficit en cuenta corriente promedio de Corea fue de 1.7%, el de Malasia, 5.6% y el de Tailandia, 6.8% (ver Quadro 2). De otro lado, el ratio de deuda de corto plazo con respecto a las reservas internacionales (ver Quadro 6) mostraba una tendencia creciente durante los noventa. Algunos países asiáticos presentaron ratios de deuda de corto plazo con respecto a las reservas extranjeras mayores a la unidad desde 1994. Los casos más graves fueron Tailandia, Indonesia y Corea. Por el contrario, los países con ratios menores, tales como Malasia y Taiwán, fueron menos vulnerables a los pánicos, al existir menor desconfianza en la capacidad de repago.

Quadro 3

Países asiáticos: tipo de cambio nominal promedio 1990-1997

(Con respecto al dólar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Corea	707.76	733.35	780.65	802.67	803.45	771.27	804.45	951.29
Indonesia	1824.80	1950.30	2029.90	2087.10	2160.80	2248.60	2342.30	2909.40
Malasia	2.70	2.75	2.55	2.57	2.62	2.50	2.52	2.81
Filipinas	24.31	27.48	25.51	27.12	26.42	25.71	26.22	29.47
Singapur	1.81	1.73	1.63	1.62	1.53	1.42	1.41	1.48
Tailandia	25.59	25.52	25.40	25.32	25.15	24.91	25.34	31.36
Hong - Kong	7.79	7.77	7.74	7.74	7.73	7.74	7.73	7.74
China	4.78	5.32	5.51	5.76	8.62	8.35	8.31	8.29
Taiwán	26.89	26.82	25.16	26.39	26.46	26.49	27.46	28.70

Fuente: International Financial Statistics (FMI).

Quadro 4

Países asiáticos: préstamos internacionales tomados por bancos extranjeros. Distribución por sectores 1995-1997
(US\$ miles de millones)

	Total	Obligaciones por sector		
		Bancos	Sector público	Sector privado no bancario
<i>Fines de 1995</i>				
Indonesia	44.5	8.9	6.7	28.8
Malasia	16.8	4.4	2.1	10.1
Filipinas	8.3	2.2	2.7	3.4
Tailandia	62.8	25.8	2.3	34.7
Corea	77.5	50.0	6.2	21.4
Total	209.9	91.3	20.0	98.4
<i>Fines de 1996</i>				
Indonesia	55.5	11.7	6.9	36.8
Malasia	22.2	6.5	2.0	13.7
Filipinas	13.3	5.2	2.7	5.3
Tailandia	70.2	25.9	2.3	41.9
Corea	100.0	65.9	5.7	28.3
Total	261.2	115.2	19.6	126.0
<i>Mediados de 1997</i>				
Indonesia	58.7	12.4	6.5	39.7
Malasia	28.8	10.5	1.9	16.5
Filipinas	14.1	5.5	1.9	6.8
Tailandia	69.4	26.1	2.0	41.3
Corea	103.4	67.3	4.4	31.7
Total	274.4	121.8	16.7	136.0

Fuente: Bank of International Settlements.

Quadro 5

Países asiáticos: deuda de corto plazo 1990-1996
(% del total)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Corea	30.9	28.2	27.0	25.9	25.5	51.6	50.2
Indonesia	15.9	18.0	20.5	20.2	18.1	20.9	25.0
Malasia	12.4	12.1	18.2	26.6	21.1	21.2	27.8
Filipinas	14.5	15.2	15.9	14.0	14.3	13.4	19.3
Singapur	15.5	18.9	19.9	17.9	13.3	14.6	19.8
Tailandia	29.6	33.1	35.2	53.0	60.7	72.4	41.4
Hong - Kong	46.0	46.6	45.9	41.2	30.0	28.4	43.6
China	16.9	17.9	19.0	17.8	17.4	18.9	19.7
Taiwán	88.3	86.5	86.9	85.0	76.8	72.2	68.4

Fuente: Global Development Finance Report of the World Bank, IMF and Asian Development Bank.

**Quadro 6****Países asiáticos: ratio deuda de corto plazo / reservas**

(Junio 1994 y junio 1997)

	Jun-94	Jun-97
Indonesia	1.724	1.704
Corea	1.623	2.060
Malasia	0.252	0.612
Filipinas	0.405	0.848
Taiwán	0.189	0.244
Tailandia	0.992	1.453

Fuente: International Financial Statistics (FMI).

Quadro 7**Países asiáticos: ratio inversión / producto (ICOR)**

1987-92 y 1993-96

	1987-92	1993-96
Corea	3.8	4.9
Indonesia	4.0	3.8
Malasia	3.7	4.8
Filipinas	6.0	5.5
Singapur	3.6	4.0
Tailandia	3.4	5.1
Hong - Kong	3.7	6.1
China	3.1	2.9
Taiwán	2.4	3.9

Fuente: JP Morgan y cálculos efectuados por Roubini, Pesenti y Corsetti 1998b.

Con respecto a los niveles de inversión en la región, cabe señalar que si bien el ratio inversión-producto (ICOR) se mantuvo bajo durante los ochenta y noventa (lo cual refleja una alta eficiencia en la inversión), sufrió un incremento significativo durante el período 1993-96 respecto a 1987-1992, lo cual sugiere que la eficiencia en la inversión ya se encontraba descendiendo en los cuatro años anteriores a la crisis de 1997 (ver Cuadro 7). Otro indicador que merece atención es el boom observado en el precio de los activos (bienes raíces y acciones). Los precios de los bienes raíces mostraron un rápido crecimiento

desde fines de los ochenta, particularmente en países como Indonesia y Tailandia (ver Cuadro 8).

Cuadro 8

Países asiáticos: índice de precios de mercado de activos 1990-1997
(Sector inmobiliario)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Indonesia	-	119	66	214	140	112	143	40
Malasia	113	113	126	369	240	199	294	64
Filipinas	32	34	39	81	80	87	119	59
Singapur	230	280	250	541	548	614	648	357
Tailandia	74	82	168	367	232	192	99	7
Hong - Kong	312	453	554	1,392	862	1,070	1,682	941
Taiwán	61	71	57	137	109	59	55	55

Fuente: International Financial Statistics (FMI).

Finalmente, pero no menos importante, se observaba cierta debilidad generalizada en la supervisión bancaria, una falta de transparencia en los estados financieros de las instituciones bancarias; y, en algunos países, un intervencionismo por parte del Estado para el desarrollo de industrias específicas.

- Factores explicativos de la crisis

En realidad, no existe consenso sobre la importancia relativa de los distintos factores que incidieron sobre el desencadenamiento de la crisis asiática. Sin embargo, con el fin de proporcionar un marco de análisis general, se presentan las principales visiones (explicaciones) de por qué y cómo se dio esta crisis.

En cuanto a las explicaciones relacionadas con el mercado de capitales existen dos vertientes. La primera de ellas señala que más que un problema de solvencia de los países, fue un problema de liquidez, generado -este último- por la volatilidad intrínseca de los flujos de capitales internacionales. La variable tomada por quienes defienden este enfoque es el ratio de deuda de corto plazo con relación a las reservas internacionales. Así, se sostiene que el ingreso de capitales que se había observado en los años precedentes a la crisis respondía a las perspectivas de crecimiento que se estimaba con respecto a los países. Bajo este enfoque, el dinamismo de los capitales no respondía al



seguro que podría derivarse de una eventual asistencia del Fondo Monetario, sino más bien fueron incentivados por el comportamiento esperado de las economías asiáticas.

A la luz de esta explicación, una vez que los acreedores reparan que dado el alto volumen de endeudamiento de corto plazo, frente a los activos internacionales de corto plazo del país, existe la posibilidad de que sus capitales no puedan ser recuperados frente a un retiro masivo, deciden ubicarse entre los primeros en salir del país, con lo cual el comportamiento similar de los acreedores termina generando una profecía autocumplida. Los sobreajustes del tipo de cambio y de los precios de las acciones bursátiles, que son revertidos en forma relativamente rápida, parecerían reforzar esta hipótesis.

Por el contrario, una segunda aproximación a la crisis ligada a los mercados de capitales enfatiza los factores propios de las economías asiáticas. En particular, el caso de la burbuja financiera. La explicación base según este enfoque es que los inversionistas (extranjeros y locales), por sí mismos, generarán una burbuja especulativa cuya ruptura desencadenó un pánico generalizado hacia la región, contrayendo el flujo de inversiones, encareciendo el crédito y generando la devaluación de sus monedas. A medida que cada país devaluaba, por efecto del pánico, el deseo de los inversionistas por vender sus saldos en monedas locales aumentaba, creándose un círculo vicioso y ocasionando mayores devaluaciones.

Este enfoque enfatiza el surgimiento de la burbuja especulativa de precios de activos con anterioridad a la crisis. El rápido aumento en los precios de los activos tiene un doble efecto. Ante las mayores ganancias en el sector (ya sea bienes raíces o acciones), los inversionistas y los bancos destinan más recursos hacia ese sector. Esto hace que aumenten aun más los precios y que el valor del colateral del deudor sea mayor y que de esa forma éste pueda obtener mayores créditos. El rompimiento de la burbuja tiene consecuencias adversas sobre la calidad de los portafolios de los bancos y sobre la demanda agregada. Además, es común que se mantenga una concentración elevada de créditos en los sectores donde se produce dicha burbuja (típicamente construcción y bienes raíces)⁷.

5. Un mayor análisis de este enfoque es realizado por Fachelet y Sachs 1998.

6. Las altas tasas de crecimiento inducen a creencias muy optimistas acerca de que la expansión económica persistirá en el futuro. Tales expectativas podrían llevar a un boom del consumo y de la inversión, así como a grandes flujos de capital que financiarían el incremento de la demanda. En tales circunstancias, un shock externo que guíe a un repentino cambio en las expectativas puede causar una rápida reversión de los flujos de capital y desencadenar en una crisis cambiaria.

7. Tal es el caso de Corea, Japón, Malasia y Tailandia.

Debe quedar claro que estas burbujas y el posterior pánico que generaron no habrían tenido mayor relación con los fundamentos económicos de la región, los cuales eran relativamente sólidos.

Si bien es cierto que durante la crisis se evidenció un "comportamiento de manada", y que el precio de los bonos fue incrementándose debido al aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas, no se puede asegurar que esto se deba a un comportamiento irracional por parte de los agentes. De hecho, tanto el Fondo Monetario como el Director del Banco Federal de Reserva estadounidense Alan Greenspan⁸, consideran que la causa principal de este pánico son las debilidades de los sistemas económicos de los países en cuestión.

Al margen de si el pánico financiero estuviese o no relacionado con las condiciones económicas de la región, la devaluación de sus monedas aumentó el costo del financiamiento externo bancario, el cual no sólo era elevado sino de corto plazo en varios de estos países⁹. Asimismo, la devaluación aumentó significativamente el valor en moneda nacional de la deuda denominada en moneda extranjera y los acreedores internacionales, en muchas ocasiones, no renovaron las líneas de crédito. Las alzas de las tasas de interés internas y las caídas de las bolsas de valores también afectaron a las instituciones de crédito.

Otras explicaciones se han centrado en el endeudamiento externo. Bajo este enfoque se sostiene que en el centro de la crisis financiera estuvo la entrada masiva de flujos de capital que fue atraída a la región durante los noventa. La entrada de capital a la región se incrementó de un promedio de 1.4% del PBI entre 1986-90 a 6.7% entre 1990-96¹⁰. De igual modo, el elemento más visible de la crisis fue la rápida fuga de los flujos de capital privados. De acuerdo con las estimaciones, los flujos privados netos cayeron de \$93 billones a -\$12 billones, es decir, sufrieron una caída de \$105 billones. Con respecto a esta caída de flujos, la pérdida de \$77 billones (de los \$105 billones) se debió a la disminución de los préstamos comerciales bancarios; la inversión extranjera directa permaneció constante alrededor de los \$7 billones, mientras que el resto de la caída se debió

8. "La presente crisis acelerará, en muchos países asiáticos, el desmantelamiento de los remanentes de un sistema de inversión directa del Estado, en el que el sistema financiero ha jugado un papel importante en la consecución del objetivo del Estado. Este tipo de sistema inevitablemente ha llevado al exceso de inversión. En un sistema de producción directa por parte del Estado, los cuellos de botella y recesiones son inevitables". *New York Economics Club*, diciembre 1997.

9. En 1997, el 60% de la deuda externa privada coreana era de corto plazo.

10. En Tailandia, por ejemplo, entre 1990-96, los flujos de capital alcanzaron en promedio 10.3% del PBI.



a la pérdida de \$24 billones en el portafolio de activos y \$5 billones en préstamos no bancarios.

En adición a la falta de cobertura ante posibles cambios abruptos en el tipo de cambio, la amortización acelerada de dicha deuda (que exigieron los acreedores externos al inicio de la crisis) generó serios problemas de liquidez en las empresas y en el sistema financiero. Así, la crisis no sólo aumentó el monto de deuda que se tenía que pagar (debido a la devaluación), sino que la corta madurez de las deudas (sobre todo en Corea) llevó a una disminución de la liquidez, reduciendo (aun más) el nivel de actividad y elevando las tasas de interés en moneda local.

Los orígenes de este excesivo endeudamiento externo se pueden encontrar en una visión internacional demasiado optimista respecto de los países de la región (Corsetti, Pesenti y Roubini 1998c, parte I), una apertura muy rápida de la cuenta de capitales y en políticas cambiarias que incentivaron al sector privado a endeudarse en moneda extranjera sin preocuparse por el riesgo cambiario, que señala problemas de riesgo moral.

Ligado a la entrada de capitales se encuentra el problema de los déficit significativos de la cuenta corriente. Si bien no se puede afirmar que los desequilibrios en cuenta corriente fueron un factor generalizado para todos los países asiáticos, en Tailandia y Malasia, países que mantenían déficit en cuenta corriente elevados, parecerían haber tenido un rol protagónico en la profundización de la crisis (Del Villar, Mirillo y Backal 1998). En este sentido es necesario identificar si los déficit son sostenibles. Es decir, un país que está acumulando deuda externa a tasas más rápidas que el costo real de pedirse prestado, no puede hacerlo durante un período indefinido de tiempo (Corsetti, Pesenti y Roubini 1998c). Algunos países tales como Corea y Tailandia financiaron sólo una pequeña y descendente fracción de sus déficit en cuenta corriente con la inversión extranjera directa de largo plazo.

Precisamente, la alta dependencia de flujos de capitales de corto plazo ha llevado a la discusión de la conveniencia de implementar controles de capitales. La idea es que estos controles disminuirán la vulnerabilidad del país frente a las crisis, permitiendo que el país se desarrolle de una manera más acorde con sus fundamentos económicos. Con respecto a los tipos de controles, diversos métodos han sido propuestos; sin embargo dos han sido los que han ido ganando adeptos tanto en la teoría como en la práctica: controles *preventivos*

-propuesto por Cuddington (1986)¹¹- y controles correctivos -sostenido por Paul Krugman-.

Con relación a los primeros, se considera que en la medida que una economía sufra un fuerte déficit en su balanza de pagos (pero no entre aún en crisis), la imposición de controles a la salida de capitales (mediante impuestos, diferentes tipos de cambio y/o prohibición de salida) detendrá la reducción de reservas, y otorgará a las autoridades el tiempo necesario para implementar medidas correctivas y detener los ataques especulativos. Por su parte, los controles correctivos expuestos por Krugman (y llevados a la práctica por Malasia) señalan que los países que atraviesan una crisis pueden beneficiarse de imposiciones temporales de controles a la salida de capitales. Una vez impuestos estos controles, el país que se encuentra en crisis puede disminuir sus tasas de interés e implementar políticas destinadas a incentivar el crecimiento. Este tiempo adicional que ganarían los países serviría, además, para reestructurar su sector financiero; y una vez que la economía estuviese encaminada los controles podrían ser retirados.

Cabe mencionar, sin embargo, que diferentes estudios empíricos señalan serias deficiencias en los dos enfoques (Edwards 1999b). Los controles preventivos han probado ser completamente inefectivos, puesto que el sector privado siempre encuentra formas de evadirlos. Además su establecimiento lleva al surgimiento de corrupción; y las autoridades, lejos de establecer programas efectivos y creíbles, persisten en los desequilibrios macroeconómicos que se quería corregir¹².

Con respecto de los controles correctivos, el estudio de Edwards (1989) señala que el 50% de los países que impusieron controles post-crisis no fueron capaces de generar un cambio significativo en el tipo de cambio real y ni de mejorar la balanza de pagos. Más aún, de acuerdo con su estudio, dos tercios de los países que impusieron estos controles después de la crisis experimentaron bajas tasas de crecimiento del PBI, mientras que sólo el 35% de los países que no restringieron las salidas de capitales padecieron de recesiones. Se puede señalar en todo caso que la imposición de controles a los capitales es un sustituto imperfecto de una buena regulación bancaria. No habría necesidad de controlar los flujos de capitales si es que las instituciones y leyes establecidas fuesen lo suficientemente claras y rigurosas como para evitar (o por lo menos alertar) posibles crisis financieras.

11. Este enfoque prevaleció en América Latina durante los años setenta y ochenta.

12. Un mayor análisis es desarrollado por Edwards (1989) y Edwards y Santalla (1993).



Otra de las explicaciones comúnmente empleadas (y aceptadas) para describir la crisis asiática es la de riesgo moral; sin embargo, los supuestos (y la lógica) base de esta explicación pueden no ser tan evidentes. En particular, la teoría de riesgo moral señala que en la medida que el tipo de cambio se encuentra fijo y los inversionistas creen que los gobiernos intervendrán en su favor en caso de ocurrir algún problema (los prestatarios también creen que el gobierno intervendrá en su favor en caso de surgir dificultades), el monto de los préstamos será mucho mayor y la rigurosidad con que se elijan los prestatarios será mucho menor. Si bien ésta es una de las explicaciones comúnmente utilizadas, algunos investigadores (Robert Wade, por ejemplo) no se encuentran completamente convencidos de su plausibilidad. En principio, se señala que el volumen de los préstamos se encuentra más relacionado con el rápido crecimiento de una región (economía o país) que con el tipo de garantías que ésta otorgue. Además, se indica que los prestamistas operan en un sistema donde el costo de perder una oportunidad de inversión es mayor que el de perder cuando todos pierden, lo cual lleva a procesos explosivos de créditos en un país o región. En tercer lugar, se indica que el problema con las cuentas nacionales o empresariales no se debió a la poca transparencia de éstas, sino a que los banqueros e inversionistas no quisieron leer las señales de peligro.

El problema de riesgo moral se utiliza, principalmente, para explicar la crisis coreana, no sólo porque Corea poseía una alta credibilidad sino porque poseía una importancia geopolítica para los Estados Unidos y, por lo tanto, se esperaba que fuese excepcionalmente favorecida con recursos del Fondo Monetario. Aun así, se debe tener en cuenta que el gobierno coreano no intervino en el rescate de ningún grupo económico *chaebol* desde hace veinte años. Es más, permitió que cayeran tres de los principales grupos económicos de 1990 a 1997 (y otros seis en 1997), por lo que se tiene dudas de la exactitud de la explicación de riesgo moral. En todo caso, la suposición de que los inversionistas prestaron un monto mayor al óptimo debido a la importancia de Corea para los Estados Unidos parece tener cierta plausibilidad. Cabe destacar que el retiro de las líneas de crédito por parte de la banca comercial contribuyó al estallido de la crisis. Esto ocurrió particularmente en el caso de Corea, país en el que el fuerte endeudamiento externo de corto plazo no pudo ser refinanciado. Los bancos internacionales no renovaron las líneas de crédito a bancos y conglomerados industriales, lo cual generó problemas de liquidez.

Con relación a los factores externos, se ha señalado que a partir de 1997 los países asiáticos también experimentaron un deterioro en sus términos de inter-



cambio. Durante 1997, Corea sufre un deterioro de 20% en sus términos de intercambio, el cual se debe en buena parte a la disminución en el precio de los semiconductores. Asimismo, los términos de intercambio de Indonesia tuvieron un fuerte descenso ante la caída de 30% que se registró en los precios del petróleo durante 1998. Por último, durante 1997-98, Malasia sufre una baja en el precio de los productos electrónicos (una de sus principales exportaciones). Así, a pesar de la devaluación de entre 35% y 70% de las monedas asiáticas durante el período comprendido entre julio de 1997 y junio de 1998, las exportaciones de la región descendieron. El superávit en cuenta corriente que presentó la mayoría de países después de la crisis refleja un considerable descenso de las importaciones más que un aumento en las exportaciones.

Finalmente, en cuanto a la Regulación y Supervisión Bancaria, lo ocurrido en los países del Este de Asia se relaciona con una estructura de supervisión y regulación que no fue lo suficientemente buena como para restringir la excesiva toma de riesgo por parte de los bancos en el marco de una mayor liberalización financiera, en la cual las instituciones bancarias ofrecían nuevos productos financieros. La falta de un adecuado control interno de riesgos en los bancos y empresas produjo problemas de concentración de créditos¹³ y la existencia de prácticas grises e incluso fraudulentas. Por ejemplo, en Corea, la mayor parte de los bancos concentraron sus créditos en unos cuantos conglomerados industriales (*chaebols*)¹⁴. Los nexos existentes entre bancos y grandes conglomerados industriales propiciaron que los créditos no siempre se otorgasen para financiar los proyectos más productivos, y que la salud de los bancos se encontrara estrechamente ligada a la salud de los conglomerados a los que prestaron.

El rápido crecimiento de los créditos superó ampliamente la capacidad administrativa de los bancos y de los supervisores bancarios. Asimismo, la ausencia de un marco legal y administrativo adecuado para enfrentar situaciones de quiebra y de reestructuración de deudas determinó una mayor gravedad de la crisis.

Dentro del sistema de regulación cabe distinguir la regulación concerniente a las operaciones de los bancos y la referente a la contabilidad. Por lo general, las reglas de clasificación de créditos, de aprovisionamiento de créditos malos, y de

13. En Malasia, el 30% de los créditos de los bancos se concentra en el sector de bienes raíces y el 15%, en créditos para la compra de acciones.

14. A finales de 1997, existían 59 *chaebols*, y se estimó que las deudas de los 5 principales *chaebols* representaban el 40% del problema bancario y las deudas de los siguientes 10 *chaebols*, otro 30% del problema.



publicación y divulgación de esa información no se adecuaban a los estándares internacionales. Las reglas de contabilidad, por su parte, tampoco eran adecuadas, ya que no permitían conocer la situación real de la institución. Lo anterior dificultaba la vigilancia de los bancos por parte del mercado y de las autoridades. Los países en los que estos problemas eran particularmente graves eran Indonesia, Japón y Tailandia. Una excepción es Malasia, país en el que, a raíz de la crisis bancaria de mediados de los ochenta (1985-1988), la supervisión y la regulación fueron significativamente mejoradas, por lo que sus sistemas de regulación y supervisión eran más sólidos que los del resto¹⁵.

Una última carencia de los sistemas regulatorios fue la falta de una ley de quiebras que permitiera la pronta adjudicación de los bienes otorgados como garantía, y la reestructuración eficiente de empresas en problemas. Una ley de quiebras deficiente tiene el efecto de propiciar el incumplimiento de obligaciones por parte de los deudores, ya que no se les puede obligar a cumplir con los contratos de crédito¹⁶.

1.2 Las crisis rusa y brasileña

A diferencia de la crisis asiática, las crisis rusa y brasileña han sido menos interesantes, pues siguieron en gran medida los patrones de las llamadas crisis de primera generación.

En el caso ruso, un déficit fiscal financiado con bonos que pagaban una tasa elevada y creciente, en un contexto de tipo de cambio fijo, devino en insostenible. El 17 de agosto de 1998 las autoridades rusas anunciaron la reestructuración unilateral de la deuda pública denominada en rublos, una moratoria de noventa días en el servicio de la deuda externa y una devaluación del rublo, y se desencadenó un pánico financiero temporal. La repercusión de esta crisis sobre los mercados emergentes fue amplificadora por el riesgo de que otros países entraran en moratoria.

15. En Malasia, en 1989, se aprueba la ley de "bancos e instituciones financieras", gracias a la cual las reglas de contabilidad se acercan a los estándares internacionales de mejores prácticas bancarias. Los estándares de capitalización, la diversificación de riesgos y las reglas para préstamos relacionados son similares a los estándares internacionales. Sin embargo, los criterios de clasificación y aprovisionamiento de riesgos todavía no alcanzan a los estándares internacionales.

16. Si las garantías que otorgan los deudores como colateral de su crédito no son cobrables, ya que no hay vías legales propias para que los bancos se adjudiquen esas garantías, entonces se complica y alarga el proceso de la venta de cartera vencida (pesada). Esto incrementa el costo y los plazos para la resolución de las crisis financieras.



En el caso brasileño la persistencia de un elevado déficit fiscal financiado con bonos que tenían que pagar tasas de interés más elevadas por la política de defensa del tipo de cambio, llevó a que los costos de esta política se percibieran como demasiado altos, y se terminara abandonando la banda cambiaria, para entrar a una flotación.

Como se puede apreciar, mientras la crisis rusa es básicamente una crisis de primera generación, la crisis brasileña es una mezcla de las llamadas de primera y segunda generación, es decir, además del desequilibrio fiscal existía un conflicto de objetivos al querer mantenerse la banda cambiaria y evitar al mismo tiempo los efectos recesivos de una alta tasa de interés.



2 La economía peruana frente a los choques

Un primer paso para explicar los efectos de la crisis internacional sobre la economía peruana es determinar la relativa fortaleza de sus fundamentos en el período previo a la ocurrencia de la crisis.

Existen diversos estudios que identifican conjuntos de indicadores de vulnerabilidad de las economías ante las crisis cambiarias o bancarias. En este sentido, un primer aspecto es definir las distintas crisis de acuerdo con sus causas. Dentro de las crisis cambiarias existen las llamadas de primera generación, que se producen como consecuencia de políticas fiscales expansivas, financiadas con emisión, en sistemas de tipo de cambio fijo (Krugman 1979). Éstos son los casos de los colapsos cambiarios en los países de América Latina antes de la década de los noventa.

Las características de este tipo de crisis contrastan con las de las llamadas crisis de segunda y tercera generación. En el caso de las de segunda generación el énfasis está puesto en el conflicto de objetivos. Así, por ejemplo, para mantener un objetivo cambiario se propician tasas de interés elevadas, sacrificando la competitividad y el crecimiento económico. Éste fue el caso, por ejemplo, de la crisis cambiaria europea de 1992. A la larga los costos de este sacrificio superan los beneficios que se esperaban del objetivo cambiario, con lo cual se termina abandonando el objetivo cambiario precipitándose una crisis cambiaria. De otro lado, las crisis de tercera generación surgen de un problema de liquidez que se genera cuando las fuentes de financiamiento se interrumpen frente a un riesgo percibido de iliquidez, aun cuando no hubiera un problema de solvencia. Las crisis de los países asiáticos han sido caracterizadas como crisis de tercera generación.

Sin embargo, en todos los casos, la fortaleza de los fundamentos económicos ha jugado un rol central. Asimismo, las crisis han estado asociadas no a una sola causa sino a un amplio conjunto de factores que reflejan diversos signos de debilidad en los niveles macro y microeconómico.¹ De otro lado, las crisis bancarias también han estado asociadas a las crisis cambiarias, e incluso los factores determinantes pueden ser comunes a ambas.²

Teniendo en cuenta los resultados de estos estudios, y las particularidades de la economía peruana, se discute el comportamiento de un conjunto de variables en la década de 1990 y particularmente entre 1996 y 1997, período anterior a la crisis asiática y la crisis rusa. Estas variables indicarían la vulnerabilidad de la economía, y sus principales causas, independientemente del tipo de crisis.

2.1 Indicadores líderes de crisis

Existe una serie de trabajos empíricos a nivel internacional, mediante los cuales se discuten diversos grupos de las variables que mejor predicen o se adelantan a la ocurrencia de las crisis cambiaria o bancaria (Corsetti et al 1999, Kaminsky 1998 y Corbet y Vines 1999). Sobre la base de estos estudios y considerando las particularidades de la economía peruana se han seleccionado cuatro grupos de variables que representan cuatro tipos de riesgos. Además se discute el rol de la política macroeconómica en la relativa vulnerabilidad que mostraba la economía peruana antes del desencadenamiento de las crisis 1997-1998, y el rol de la dolarización de la economía peruana. La evolución de las variables antes de las crisis será analizada y comparada con los valores de otros países.

2.1.1 Indicadores básicos de estabilidad macroeconómica

↳ **Inflación**

Después del proceso hiperinflacionario de la segunda mitad de los ochenta, la tasa de inflación fue descendiendo gradualmente, como consecuencia de la aplicación del programa de estabilización de agosto de 1990. Así, la tasa de inflación que en 1990 llegó a más de 7,000%, logró descender hasta 11.8% en 1996, 6.5% en 1997, 6% en 1998 y 3.7% en 1999.

1. Ver, por ejemplo, Kaminsky, Lizondo y Reinhart 1998 y Corsetti et al 1998b.

2. Ver, por ejemplo, Kaminsky 1998 y Marion 1998.



Es decir, en los momentos en que se desencadenó la crisis asiática (julio de 1997), ya la inflación había llegado a un dígito y estaba en un proceso de aproximación a niveles internacionales. Posteriormente, cuando estalló la crisis rusa en setiembre de 1998, la inflación había descendido aun más e incluso continuó con esta tendencia a la baja el año siguiente (ver Gráfico 1).

En consecuencia, durante las crisis no se observaban presiones inflacionarias, más aún, cabe señalar que los precios públicos se habían liberalizado, y se había adoptado un sistema cambiario de flotación administrada.

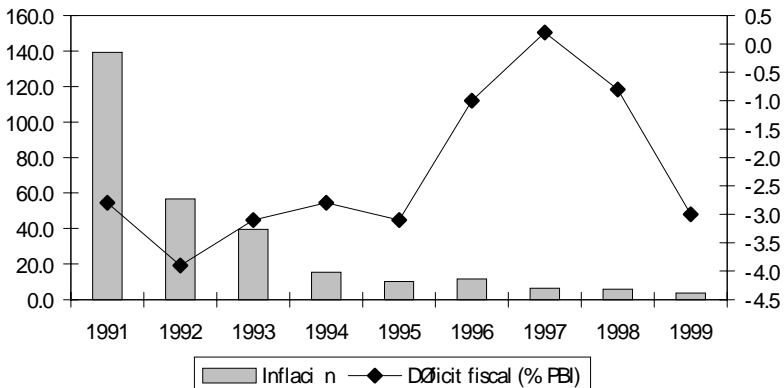
Gráfico 1

Porcentaje a otros países: indicadores de estabilidad

1991-1999

	Inflación	Déficit fiscal (% PBI)
1991	139.2	-2.8
1992	56.7	-3.9
1993	39.5	-3.1
1994	15.4	-2.8
1995	10.2	-3.1
1996	11.8	-1.0
1997	6.5	0.2
1998	6.0	-0.8
1999	3.7	-3.0

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú



b) Déficit fiscal

La estabilización de los precios ha estado sustentada en la disciplina fiscal. Entre 1991 y 1998 se obtuvo un superávit primario anual promedio del 1.15% del PBI, mientras que el déficit del sector público no financiero alcanzó el 1.92% en promedio durante el mismo período. Incluso se alcanzó un equilibrio de las cuentas fiscales el año de 1997, y un déficit de sólo 0.7% en 1998.

Por otra parte, el Banco Central no ha financiado al gobierno desde 1991. La nueva ley orgánica del Banco Central ha reforzado su autonomía e incluso establece la prohibición de prestar directamente al gobierno.

Adicionalmente, la deuda pública peruana no ha mostrado un crecimiento significativo durante los noventa. La deuda pública, que en 1990 representaba el 63.2% del PBI, se redujo hasta representar el 31.9% en 1997 y el 37.5% en 1999. Luego del Plan Brady y la renegociación de la deuda con Rusia en 1997, la deuda creció muy moderadamente, al pasar de 18,800 millones a fines de 1997 a 19,500 millones a fines de 1999. Durante la mayor parte de los noventa la amortización de la deuda ha superado el desembolso de nuevos créditos, lo que revela un manejo relativamente prudente de la deuda pública externa. Cabe señalar por otra parte que casi no existe deuda interna ni deuda de corto plazo; además, el cronograma de pagos resulta de la renegociación de la deuda, relativamente manejable.

c) Política monetaria

Con respecto al comportamiento de la política monetaria, un indicador usado es la expansión excesiva de saldos monetarios. En el caso peruano no sólo la emisión generada por la compra de dólares ha representado el 98% de la emisión entre 1991 y 1999, sino que el Banco Central ha adoptado políticas activas de esterilización.

Por otra parte, el único período en que el crecimiento monetario parece ser superior al crecimiento real de la demanda de dinero es durante 1994 y el primer semestre de 1995, observándose más bien desde el segundo trimestre de 1997 un ritmo de crecimiento de la liquidez en moneda nacional por debajo de la tasa de crecimiento esperada de la demanda de dinero.



2.1.2 Indicadores relativos a la cuenta corriente

El nivel del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos es un primer indicador del desequilibrio externo y de la pérdida de competitividad del sector transable de la economía, asociada a una sobrevaluación de la moneda nacional, que puede desembocar en una crisis cambiaria.

Entre 1991 y 1996, la economía peruana ha mostrado un déficit en la cuenta corriente promedio de 6% del PBI, llegando a un máximo de 7.7% en 1995, a 6.2% en 1996 y a 5.2% en 1997.

Si se comparan estas cifras con las de los países asiáticos, se observa que el déficit peruano sería menor al 7.2% de Tailandia y al 7.9% de Malasia, durante el mismo período (1991-1996).

Estos países fueron los que mostraron los más altos déficit de dicha región; Tailandia alcanzó un déficit de 8.51% en 1996. De otro lado, países como China, Taiwán y Singapur mostraron superávit y fueron los países que observaron la menor depreciación de sus monedas durante la crisis. No obstante, países como Corea y Filipinas mostraron déficit menores a los del Perú, y sin embargo estuvieron entre los países con mayores niveles de depreciación de sus monedas como consecuencia de la crisis (ver Cuadro 9).

Cuadro 9
Perú frente a otros países: déficit en cuenta corriente 1991-1997
(% del PBI)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
China	3.07	1.09	-2.19	1.16	0.03	0.52	3.61
Corea	-3.16	-1.70	-0.16	-1.45	-1.91	-4.82	-1.90
Filipinas	-2.46	-3.17	-6.69	-3.74	-5.06	-4.67	-6.07
Indonesia	-4.40	-2.46	-0.82	-1.54	-4.27	-3.30	-3.62
Malasia	-14.01	-3.39	-10.11	-6.60	-8.85	-3.37	-3.50
Singapur	12.36	12.38	8.48	18.12	17.93	16.26	13.90
Tailandia	-8.01	-6.23	-5.68	-6.38	-8.35	-8.51	-2.35
Taiwán	6.97	4.03	3.52	3.12	3.06	4.67	3.23
Perú	-4.40	-5.80	-6.20	-5.70	-7.70	-6.20	-5.20
Argentina	-0.34	-2.41	-3.39	-4.27	-1.93	-2.40	-4.08
Brasil	-0.36	1.63	-0.14	-0.30	-2.55	-2.99	-3.86
Chile	-0.28	-2.29	-5.74	-3.11	-2.06	-5.12	-4.95
Colombia	5.69	1.98	-4.37	-4.59	-0.51	-4.97	-5.58
México	-4.66	-6.72	-5.80	-7.05	-0.55	-0.70	-1.86

Fuente: International Financial Statistics (FMI); Corsetti et al 1998c; Bancos Centrales de Perú, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.

Considerando a los principales países latinoamericanos, el déficit peruano fue el más alto en 1996 y el segundo más alto en 1997, después de Colombia (5.58%).

Si bien el nivel del déficit en cuenta corriente es un primer indicador de la fortaleza o debilidad del sector externo, es importante determinar su sostenibilidad, para lo cual se discutirán un conjunto de indicadores.

a) Brecha de recursos

Un primer indicador de la sostenibilidad del déficit es la brecha entre el superávit comercial que se requiere para mantener un nivel constante de endeudamiento como proporción del PBI, y la balanza comercial efectiva (Corsetti et al 1998c). Un estimado de este indicador para el Perú en 1996 asciende a 5.3% del PBI, y a 4.6% en 1997, valores que se encuentran por debajo de los observados en 1996 en Filipinas y Tailandia (6.5% y 6.9% respectivamente), pero superiores a los de Corea, Indonesia y Malasia.

b) La tasa de crecimiento del PBI

Se supone que un país con tasas de crecimiento relativamente elevadas y sostenidas tiene más probabilidades de tener una cuenta corriente sostenible en el largo plazo. Esto se debe a que una mayor tasa de crecimiento genera expectativas positivas sobre el crecimiento futuro y la consecuente rentabilidad de las inversiones, lo cual propicia la entrada de capitales. Asimismo, una mayor tasa de crecimiento facilita el servicio de la deuda al reducirse ésta con respecto al producto.

En el caso peruano, luego de salir de la recesión inicial después del programa de ajuste, la economía experimentó un crecimiento promedio de 7.2% entre 1993 y 1996, incluso alcanzó un crecimiento de 6.7% en 1997. Sin embargo, este crecimiento relativamente alto no ha sido uniforme durante el período. Así, por ejemplo, en 1994 se alcanzó un crecimiento del PBI de 12.8%, mientras que en 1996 fue de 2.5%. Mientras que en los países del Asia las tasas de crecimiento durante la década hasta 1996 no sólo han sido altas sino relativamente uniformes. Por ejemplo, Tailandia creció en promedio 8% entre 1991 y 1996; y mostró tasas superiores a 8% en todos los años excepto en 1996 cuando la tasa fue de 5.5%. En general, en 1996, los países asiáticos tenían



una historia más larga de crecimiento y de estabilidad macroeconómica que el Perú (ver Cuadro 10).

Cuadro 10

Perce frente a otros países: crecimiento del PIB 1991-1997

(Variación porcentual)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
China	9.19	14.24	12.09	12.66	10.55	9.54	8.80
Corea	9.13	5.06	5.75	8.58	8.94	7.10	5.47
Hong-Kong	4.97	6.21	6.15	5.51	3.85	5.03	5.29
Filipinas	-0.58	0.34	2.12	4.38	4.77	5.76	9.66
Indonesia	6.95	6.46	6.50	15.93	8.22	7.98	4.65
Malasia	8.48	7.80	8.35	9.24	9.46	8.58	7.81
Singapur	7.27	6.29	10.44	10.05	8.75	7.32	7.55
Tailandia	8.18	8.08	8.38	8.94	8.84	5.52	-0.43
Taiwán	7.55	6.76	6.32	6.54	6.03	5.67	6.81
Perce	2.20	-0.40	4.80	12.80	8.60	2.50	6.70
Argentina	10.58	9.61	5.72	5.84	-2.85	5.53	8.11
Brasil	0.30	-0.80	4.20	5.80	4.22	2.66	3.60
Chile	7.97	12.28	6.99	5.71	10.63	7.41	7.39
Colombia	2.00	4.04	5.39	5.81	5.20	2.06	3.43
México	4.22	3.63	1.95	4.42	-6.17	5.15	6.76

Fuente: International Financial Statistics (IFI); Corsetti et al 1998c; Bancos Centrales de Perú, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México

De otro lado, dentro de la región latinoamericana, entre 1993 y 1996, el Perú mostró una de las tasas más altas después de Chile (7.7%).

Sin embargo, hay también argumentos contrarios a la visión tradicional del rol del crecimiento en la sostenibilidad de la cuenta corriente. Altas tasas de crecimiento pueden generar un optimismo excesivo frente al futuro y llevar a una sobre inversión y sobre consumo, favorecidos por un mayor flujo de capitales externos. En este contexto, cualquier reversión abrupta de estos flujos propicia el desencadenamiento de una crisis cambiaria o financiera.

El Perú no ha estado del todo exento de este problema. El optimismo generado por el cambio en la política económica, la estabilidad y las reformas, que se

produjeron desde inicios de la década, particularmente después de una severa crisis económica, fue reforzado por las mayores tasas de crecimiento.

c) La tasa de inversión

La sostenibilidad de la cuenta corriente está también ligada al destino del financiamiento externo. En la medida que éste se oriente a la inversión en vez del consumo, la sostenibilidad es más probable.

En el caso del Perú, el déficit en cuenta corriente ha coexistido con un crecimiento de la inversión y del ahorro interno. Entre 1990 y 1996, la tasa de ahorro interno pasó de 11.8% a 17.2% del PBI, e incluso continuó aumentando hasta 19.4% en 1997. De otro lado, la tasa de inversión pasó de 16.5% a 23.4% en el mismo período, y a 24.6% en 1997. Si se compara la situación peruana con la de otros países de la región, a diferencia de Argentina y México antes de 1994, el influjo de capitales en el Perú contribuyó a financiar más la expansión de la inversión que la del consumo (ver Cuadro 11).

Cuadro 11

Perce inversión y ahorro interno 1991-1997

(% del PBI)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Inversión	17.3	17.3	19.3	22.2	25.1	23.4	24.6
Ahorro	12.9	11.5	13.1	16.5	17.4	17.2	19.4

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Ciertamente las tasas de inversión y ahorro del Perú son significativamente menores que las de los países asiáticos, con excepción de Filipinas y Taiwán que tuvieron tasas entre 20% y 25%. No obstante, hay que tener en cuenta que la década de 1990 fue para el Perú un período de estabilización después de un largo período de crisis.

De otro lado, tan importante como el nivel de inversión es la calidad de la misma. En general la literatura económica enfatiza la importancia de que esta inversión esté dirigida a los sectores transables de la economía, de tal manera que aumente el potencial exportador. En el Perú no hay información sectorial



de la inversión privada. Sin embargo, se cuenta con el destino de la inversión extranjera (ver Cuadro 12). Se observa, por ejemplo, que la mayor parte de ésta se ha orientado a los servicios públicos y la minería. Ciertamente, la minería es el sector que más contribuye a las exportaciones. En lo que a los servicios públicos se refiere, si bien son de naturaleza no transable, se presume que en el caso del Perú su contribución al aumento de productividad del sector transable es significativa. Esta presunción se basa en el hecho de que, durante los años de crisis antes de la década de 1990, los servicios públicos eran provistos por el gobierno, el que restringió sus inversiones en estos sectores como consecuencia del continuo desmanejo fiscal.

Cuadro 12

Porcentaje inversión extranjera por sectores 1991-1997

(US\$ millones)

	1991	estruct. %	1997	estruct. %
Agricultura	4	0	8	0
Comercio	208	16	434	6
Comunicaciones	0	0	2025	28
Construcción	2	0	32	0
Energía	1	0	1283	18
Finanzas	107	8	779	11
Industria	455	34	1250	17
Minería	437	33	1231	17
Pesca	1	0	1	0
Petróleo	59	4	104	1
Servicios	39	3	72	1
Silvicultura	1	0	1	0
Transporte	5	0	17	0
Turismo	10	1	36	0
Vivienda	6	0	10	0
Total	1335		7281	

Fuente: Boletín Estadístico Conite.

En el caso de la mayor parte de los países asiáticos existe evidencia de que una alta proporción de la inversión estuvo orientada al sector inmobiliario antes de la crisis, lo que originó un exceso de capacidad en este sector.



d) Ahorro público y privado

En general, la caída del ahorro público tiene efectos más negativos que la disminución del ahorro privado sobre la sostenibilidad de la cuenta corriente. Esto se debe a que el primero tiende a ser más duradero y por lo tanto puede generar una creciente deuda pública. No obstante, ha habido casos como la crisis cambiaria chilena de 1981-1982, que ocurrió debido a la caída del ahorro privado, a pesar de tener un ahorro público elevado y que había venido creciendo en el tiempo. La crisis de México de 1994 también se produce por una disminución del ahorro privado al haberse dirigido el crédito externo a la ampliación del consumo.

En el Perú, como se mencionó anteriormente, el optimismo que surgió a raíz de las reformas de los años noventa propició que tanto la inversión como el consumo aumentaran; sin embargo, al mismo tiempo hubo una recuperación del ahorro privado, el cual creció de 10.8% en 1992 a 14.2% en 1997. De otro lado, la disciplina fiscal que se estableció para estabilizar la economía implicó la recuperación del ahorro público. Éste pasó de - 5.5% del PBI en 1990 a 3.9% del PBI en 1996, e incluso a 5.2% en 1997. En consecuencia, el déficit de la cuenta corriente no estaría explicado por déficit fiscales, ni por una disminución del ahorro privado. Éste también fue el caso de los países asiáticos. No obstante, en estos países, a diferencia del Perú, la debilidad del sector financiero implicaba altos déficit fiscales contingentes.

En el caso latinoamericano, Brasil ha mostrado una tendencia decreciente del ahorro privado que cayó de 20.5% del PBI en 1995 a 17.3% en 1997 y a 16.8% en 1998. A esto se sumó un déficit fiscal creciente que pasó de 0.8% en 1993 a 6.1% en 1997 y 8% en 1998. Colombia muestra un comportamiento similar al caer el ahorro privado de 23% en 1994 a 16.2% en 1997, al mismo tiempo que se pasó de un superávit en 1994 a un déficit de 3.1% en 1997.

e) Apertura

Un mayor grado de apertura comercial está asociado con mayor crecimiento, debido a que se promueve una mayor competencia. Sin embargo, la apertura puede aumentar la vulnerabilidad de las economías frente a choques externos. El grado de apertura del Perú es relativamente bajo comparado con los países asiáticos, e incluso con países vecinos como Chile. Esto refleja las políticas



proteccionistas que se siguieron hasta la década de 1980, ya que la apertura comercial se inició en 1990. El grado de apertura peruano ascendía a 14.21% del PBI en 1996. Estos valores son significativamente menores que los de Hong Kong (142.3%) o Malasia (91.5%). No obstante, están más cercanos a Indonesia (26.1%), pero más bajos que Chile (23.26%) o México (27.90%) (ver Cuadro 13).

Cuadro 13

Perú frente a otros países: grado de apertura comercial 1991-1997

(% del PBI)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Corea	29.38	29.38	29.04	30.47	33.59	34.36	38.48
Hong-Kong	135.28	140.37	137.18	138.92	151.67	142.28	132.68
Filipinas	31.09	31.58	35.58	36.98	40.26	44.90	54.20
Indonesia	27.18	28.23	25.26	25.94	26.98	26.13	28.22
Malasia	86.52	76.56	87.72	92.15	97.42	91.50	93.55
Tailandia	39.24	38.98	39.69	40.99	44.88	42.19	46.69
Taiwán	45.14	42.34	43.29	43.16	47.80	46.63	48.07
Perú	10.64	11.87	12.00	12.76	13.84	14.21	14.77
Argentina	5.34	5.92	6.31	7.22	7.96	8.74	9.70
Brasil	6.82	7.45	7.31	6.89	6.84	6.52	7.04
Chile	23.66	23.03	21.80	22.07	23.51	23.26	23.17
Colombia	22.23	22.94	23.96	17.14	1.69	17.04	17.22
México	14.73	14.90	14.54	16.66	26.56	27.90	27.47

Fuente: International Financial Statistics (FMI); Corsetti et al 1998c; Bancos Centrales de Perú, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.

Además del grado de apertura hay que tener en cuenta la composición del comercio exterior. El Perú aún tiene una alta concentración de sus exportaciones en productos primarios, aunque existe una relativa diversificación dentro de los mismos. En 1996, las exportaciones tradicionales constituían el 71.4% de las exportaciones, dentro de las cuales el 45% del total de exportaciones corresponde a los productos mineros; el 15.4%, a los pesqueros; y el resto, a productos agrícolas y petróleo. En consecuencia, el Perú ostenta cierto grado de vulnerabilidad porque, en general, los precios de estos productos son más sensibles a los choques externos que los precios de los productos industriales.

f) Apreciación de la moneda nacional

Es ampliamente aceptada la relación entre una persistente y significativa sobrevaluación de la moneda nacional y el déficit de la cuenta corriente. Entre 1990 y 1996, el tipo de cambio real bilateral en el Perú cayó en 36.4%; sin embargo, entre 1991 y 1996, esta caída fue de 7.9% (ver Cuadro 14).

Cuadro 14

Perú frente a otros países: tipo de cambio real 1991-1997

(Índices 1994=100)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Corea	108.0	103.5	100.6	100	103.5	103.0	69.2
Filipinas	92.3	95.9	87.2	100	98.1	104.2	81.4
Indonesia	98.6	99.8	102.8	100	99.5	104.4	61.8
Malasia	90.5	100.6	103.6	100	99.8	104.7	79.3
Singapur	94.5	94.7	97.1	100	100.7	105.6	102.2
Tailandia	100.7	101.4	103.7	100	103.5	109.5	73.7
Taiwán	103.3	103.3	98.7	100	97.6	96.8	96.3
Perú	103.5	97.7	109.2	100	94.9	95.3	97.7
Argentina	124.0	109.8	100.6	100	106.6	108.6	105.4
Brasil	95.5	103.3	99.1	100	88.0	82.9	82.0
Chile	105.2	101.7	103.6	100	94.1	90.7	84.7
Colombia	135.0	120.1	114.6	100	100.1	92.8	86.9
México	110.7	102.2	97.3	100	147.9	131.7	114.2

Fuente: International Financial Statistics (FMI); Corsetti et al 1998c; Cepal y Banco Central de Reserva del Perú

La sobrevaluación que se produjo en 1990 está sesgada por la inflación correctiva que tuvo lugar entre agosto y setiembre de ese año, al reajustarse significativamente los precios públicos, que habían estado fuertemente subsidiados. Sin embargo, a partir de 1991 empieza un proceso de reducción de la inflación, habiéndose llegado a 6.5% en 1997 y a 3.7% en 1999. Durante este período, también hay que tener en cuenta la ganancia en productividad proveniente de la estabilización y las reformas estructurales, y la existencia de un sistema cambiario de flotación administrada. La apreciación de la moneda nacional, a diferencia de los países del Asia, se produjo principalmente debido al influjo de capitales del exterior como consecuencia de las oportunidades de



inversión a raíz de las reformas en un sistema de flotación administrada. El Banco Central amortiguó parcialmente la magnitud de la sobrevaluación, mediante el uso de operaciones de esterilización, lo que le permitió una ganancia continua de reservas internacionales.

Esta situación de flotación cambiaria contrasta con la de los países asiáticos, en el sentido de que en estos países había mayor énfasis en el manejo cambiario. Corsetti señala que los países que tenían más rigideces en su manejo cambiario fueron los que experimentaron mayores apreciaciones de sus monedas. Más aún, la mayor apreciación real se produjo después de 1995, paralelamente a la fortaleza del dólar norteamericano frente al yen. Todos los países asiáticos que mostraron sobrevaluaciones de sus monedas observaron déficit de las cuentas corrientes, con algunas excepciones. Corea mostró déficit aun habiendo experimentado una depreciación, mientras que China y Taiwán, que también sufrieron depreciaciones, observaron superávit corrientes.

La evidencia sobre los países asiáticos se inclina a favor de que la apreciación respondía más a un desalineamiento del tipo de cambio de equilibrio, que a un nuevo tipo de cambio de equilibrio. Mientras que, en el caso peruano, las drásticas reformas y la inversión extranjera que ingresó al país, así como la inflación decreciente en un sistema de flotación, sugieren más bien un cambio en el tipo de cambio de equilibrio.

Más aún, si se compara la experiencia peruana con lo sucedido en otros países latinoamericanos, se puede apreciar, por ejemplo, que el peso argentino, entre 1990 y 1996, se apreció 46.4% frente al sol peruano, la moneda brasileña se apreció 33.9%, el peso chileno, 7.1% y el peso colombiano, 41.5%.

g) Incertidumbre de las políticas económicas

La credibilidad de los países frente a la comunidad financiera internacional puede ser determinante en la disponibilidad de financiamiento externo. En el caso de Asia hay quienes estiman que había signos de inestabilidad política en Tailandia, Malasia, Indonesia y Corea, que habrían influido en alguna medida en el retiro de los inversionistas extranjeros durante la crisis. En el caso del Perú, al haberse iniciado un nuevo gobierno en 1995 que debía durar hasta el 2000, en 1996 y 1997 no se observaban aún signos de marcada inestabilidad

política o de reversión de la política económica. El país gozaba de una buena evaluación en la comunidad financiera internacional, habiendo cumplido todos los acuerdos suscritos con el Fondo Monetario Internacional.

2.1.3 Indicadores del sistema financiero

La relación entre crisis bancarias y crisis cambiarias ha sido un tema recurrente en la literatura. Esta relación ha sido particularmente enfatizada para los países que liberalizaron bruscamente su sector financiero, y en los cuales en general se apreció tanto una rápida expansión del crédito como un posterior deterioro en la cartera de colocaciones.

a) La expansión excesiva de crédito

Uno de los factores que se ha señalado como predecesor de las crisis tanto cambiarias como bancarias es el excesivo endeudamiento del sector privado que ocurre después de haberse liberado el sector financiero y la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Por ejemplo, Sachs, Tornell y Velasco (1996) argumentan que un *boom* de crédito al sector privado es una proxy para la fragilidad financiera, pues cuando el crédito crece aceleradamente se produce un deterioro de la cartera bancaria. Este *boom* de créditos se facilita no sólo con la liberalización financiera sino con la apertura de la cuenta de capitales del exterior. De otro lado, este crecimiento excesivo del crédito se puede orientar, como en el caso de ciertos países del Asia, hacia los bienes inmuebles o inversión en cartera, generando una burbuja de activos, tal como se ha argumentado que sucedió en los países asiáticos.

Si bien en el caso peruano hubo un fuerte crecimiento bursátil, éste se produjo en el período inmediatamente posterior a la estabilización y las reformas. Así, el índice bursátil de la Bolsa de Lima creció 528% entre diciembre de 1991 y diciembre de 1994, con lo cual se acercó el ratio precio/utilidad de las acciones peruanas a los niveles latinoamericanos. Luego, en los tres años siguientes, acumuló un crecimiento de sólo 1.1%. Esto indica que las acciones peruanas no estaban particularmente sobrevaluadas antes de la crisis. De otro lado, el sector construcción ha mostrado altas tasas de crecimiento antes de la crisis. Entre 1993 y 1995 creció en promedio 23% y 14.9% en 1997. Sin embargo cayó 2.3% en 1996 y creció sólo 0.7% en 1998. El hecho de que el crecimiento económico en el Perú haya sido alto pero no uniforme durante la década del



noventa, probablemente contribuyó a que no se produjera una inflación importante en el precio de los activos inmobiliarios.

Alternativamente el crédito se puede orientar al consumo, como se ha sostenido con relación a Argentina y México durante los primeros años de los noventa. En el Perú, si bien se dio una fuerte expansión del crédito entre 1994 y 1997, la tasa de ahorro privado se siguió elevando durante estos años.

En los países asiáticos se apreció un *boom* sostenido de crédito entre 1990 y 1996. Así, durante ese período, el crédito al sector privado como proporción del PBI creció 151% en Filipinas, 58% en Tailandia y 31% en Malasia. En México a su vez, entre 1990 y 1994, el crédito creció 116%.

El crédito bancario al sector privado como porcentaje del PBI en el Perú creció alrededor de 130%, al elevarse de 9.3% del PBI en 1991 a 21.4% en 1996, y continuó creciendo durante la crisis y hasta 1999 cuando llegó a 28.4% del PBI (ver Cuadro 15).

Cuadro 15
Perú frente a otros países: crecimiento del crédito al sector privado
1990-1996
 (% del PBI)

	1990-1996
China	7.0
Corea	11.0
Hong-Kong	26.0
Filipinas	151.0
Indonesia	10.0
Malasia	31.0
Singapur	17.0
Tailandia	58.0
Taiwán	4.0
Perú	130.1
Argentina	110.6
Chile	81.6
Colombia	92.4
México	6.5

* 1991 a 1996.

Fuente: International Financial Statistics (FMI); Corsetti et al 1998c.

Cabe destacar que en el caso peruano el mayor crecimiento del crédito como porcentaje del PBI se observó en el crédito otorgado en moneda extranjera, el que pasó de 5.6% en 1991 a 23.3% en 1999, año en que la participación del crédito en moneda extranjera en el crédito total llegó a 82%.

Se puede justificar el crecimiento significativo del crédito durante los cinco primeros años de los noventa por la estabilización y la consecuente recuperación de los niveles de liquidez después de superada la hiperinflación, facilitadas por la liberalización financiera y de la cuenta de capitales. Sin embargo, desde 1996, se percibe un crecimiento considerable del crédito privado. Así, en 1996 y 1997, el crédito al sector privado creció a tasas de 47.8% y 39.8%, ritmos de crecimiento que alertaban sobre un potencial deterioro de la cartera bancaria en el futuro.

b) Deterioro de la cartera de colocaciones

En 1996, la cartera morosa de créditos antes de la crisis asiática alcanzaba 13% para Tailandia e Indonesia, 14% para Filipinas, 10% para Malasia y 8% para Corea. En el caso peruano, si bien la morosidad ha sido menor, ésta ha mostrado una evolución creciente, al pasar de 4.8% de la cartera en 1996 (nivel inferior que el de Colombia y que el de México que eran de 7.0% y 6.6%) a 5.1% en 1997. No obstante, en dicho año, las provisiones para malas colocaciones representaban el 90.6% de la cartera atrasada (ver Cuadro 16).

c) Calidad de la supervisión bancaria

A diferencia de lo ocurrido en los países asiáticos, la regulación y supervisión bancaria en el Perú mejoró sustancialmente en los años noventa. Desde la ley de bancos de 1991 se introdujeron criterios más rígidos que los de Basilea. Así, en 1991, los créditos hipotecarios eran ponderados al 100% (frente al 50% del BIS) y los créditos morosos en 200% (frente al 100% del BIS). Posteriormente con la ley de bancos de 1996 se establece un límite máximo de apalancamiento de 11 veces (si bien ahora la ponderación de activos refleja la del BIS). Se establecieron provisiones genéricas y la clasificación de riesgo de los bancos. Por otra parte, existieron claros límites a los créditos vinculados, los que no podían exceder del 30% del patrimonio de los bancos, a diferencia de lo que ocurría en países como Corea, donde los conglomerados empresariales (*chaebols*) tenían sus propios bancos que les otorgaban el financiamiento.



Quadro 16
Perce frente a otros países: cartera morosa de colocaciones 1996
 (% del total)

	1996
China	14.0
Corea	8.0
Hong-Kong	3.0
Filipinas	14.0
Indonesia	13.0
Malasia	10.0
Singapur	4.0
Tailandia	13.0
Taiwán	4.0
Perce	4.8
Chile	1.0
Colombia	7.0
México	6.6

Fuente: International Financial Statistics (FMI); Corsetti et al 1998c; y Superintendencias de Banca de Perce, Chile, Colombia y México.

Adicionalmente, a lo largo de los noventa, aumentó significativamente la participación de la banca extranjera en el país, lo cual reforzó la solidez del sistema. En contraste, en los países asiáticos, hasta antes de la crisis había severas restricciones al ingreso de bancos extranjeros.

2.1.4 Indicadores del nivel y manejo de la deuda externa

a) El peso de la deuda y el rol de la deuda de corto plazo

Incluso un país con fundamentos sólidos puede experimentar dificultades de liquidez de corto plazo si la disponibilidad de divisas a la que tiene acceso es reducida frente al peso que representa el servicio de la deuda externa en un período. Estos problemas de liquidez pueden surgir cuando un conjunto importante de acreedores externos experimenta un cambio brusco de expectativas con respecto a la capacidad de un país para afrontar sus compromisos de corto plazo, no mostrándose dispuestos a renovar obligaciones y retirando las líneas concedidas de corto plazo. La experiencia de México con su deuda

pública de corto plazo (tesobonos) en 1994, y la de los países asiáticos con la deuda privada de 1997, son ejemplos de estos problemas de liquidez.

Si se observan los casos de los países asiáticos, la deuda externa expresada como porcentaje del PBI no llegó a niveles muy altos ni creció muy rápidamente. En Corea alcanzó el 14% durante el período 1990-1995, en Tailandia se mantuvo en 33% entre 1990 y 1996, y en Indonesia cayó de 68% en 1991 a 57% en 1996.

En el caso del Perú, la deuda externa bajó en un inicio, básicamente por las condiciones de refinanciación de la deuda pública. Sin embargo, la deuda privada estuvo creciendo a lo largo de los noventa. La deuda externa que en 1993 llegó a 74.8% del PBI cayó hasta 48.6% del PBI en 1997, para elevarse a 51.6% en 1998 (ver Cuadro 17). No obstante, la deuda privada y la deuda privada de corto plazo mostraron dinamismo. La deuda privada pasó del 8.9% del PBI en 1990 a 15.1% del PBI en 1997. La deuda de corto plazo representaba el 76% de la deuda externa privada en 1990 y el 73% en 1997, cuando la deuda externa de corto plazo privada alcanzó su pico de 10.8% del PBI y 23% de la deuda externa total.

Cuadro 17
Perú frente a otros países: deuda externa 1991-1996
(% del PBI)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
China	14.84	14.99	14.35	18.38	16.60	15.44
Corea	13.51	14.34	14.18	14.32	23.80	28.40
Hong-Kong	14.84	14.99	14.35	18.38	16.60	15.44
Filipinas	71.46	62.29	66.09	62.42	53.21	49.75
Indonesia	68.21	68.74	56.44	60.96	61.54	56.74
Malasia	35.48	34.51	40.74	40.40	39.31	40.06
Singapur	11.07	9.47	9.45	10.79	9.84	10.74
Tailandia	38.38	37.51	34.10	33.31	33.78	50.05
Taiwán	10.73	9.37	10.44	10.87	10.40	10.07
Perú	74.70	73.40	74.80	67.30	62.40	60.70
Brasil	32.09	35.97	33.37	26.66	22.62	23.22
Chile	47.23	43.56	43.14	42.18	33.33	33.51
Colombia	42.03	39.14	37.12	27.32	2.69	30.38
México	25.44	20.83	19.53	20.30	35.27	29.83

Fuente: International Financial Statistics (FMI); Corsetti et al 1998c; Cepal; Bancos Centrales de Perú, Brasil, Chile, Colombia y México.



En los países asiáticos se apreció hasta antes de la crisis un crecimiento de la deuda de corto plazo, pero éste fue relativamente modesto. Así, Indonesia tenía en 1996 el 25% de su deuda total como de corto plazo, frente al 12% en 1990. Mientras que en Tailandia la deuda de corto plazo alcanzó el 41% del total en 1996. El servicio de la deuda estaba por debajo del 10% de las exportaciones en todos los países asiáticos, a excepción de Indonesia (30%), Filipinas (16%), y Tailandia (13%).

En el caso del Perú, el servicio de la deuda representaba en 1997 el 29.3% de las exportaciones. Sin embargo, si se compara el servicio de la deuda peruana con las reservas internacionales, éste alcanzaba sólo el 24.1% de ellas en 1997; incluso si se le agrega al servicio de la deuda el total de la deuda de corto plazo, el ratio alcanzaba el 87.7% de las reservas internacionales netas en 1997 y el 100% en 1998. En el caso de los países asiáticos, estos ratios alcanzaban 294% para Indonesia, 137% para Filipinas y 123% para Tailandia, mostrando desde este punto de vista una mayor vulnerabilidad que el Perú.

b) Reservas internacionales

Un nivel adecuado de reservas no sólo facilita el financiamiento de los déficit corrientes sino que contribuye a la estabilidad del tipo de cambio. El nivel de reservas internacionales en 1996, en el Perú, era equivalente a casi nueve meses de importaciones de bienes y servicios, nivel similar al de Taiwán, el más alto observado entre los países asiáticos. El resto de países asiáticos mostraba niveles menores a los 5.5 meses; y Corea era el de menor nivel (2.3 meses).

Si se considera el ratio del dinero con relación a las reservas internacionales, en el Perú, el ratio M2 a reservas internacionales ascendía a 0.467 en 1996, mientras que todos los países asiáticos mostraban valores mayores a 1. China observaba un valor de 8.55, mientras que Corea e Indonesia alcanzaban un valor de 6.5. En el caso de los países latinoamericanos, el ratio M2 a reservas internacionales mostraba valores que iban desde 1.7 en Chile hasta 4.5 en México (ver Cuadro 18).

De otro lado, un indicador adicional de fragilidad financiera son las obligaciones de corto plazo con los bancos del exterior frente a las reservas internacionales netas. En 1996, esta relación era de 213% para Corea, 181% para

Indonesia y 169% para Tailandia. En el caso peruano, la deuda de corto plazo del sistema financiero con el exterior alcanzó el 17.6% de las reservas internacionales en 1996, y subió a 29.8% en 1997.

Quadro 18

Pero frente a otros países: ratio M2 / reservas

1991-1997

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
China	8.0	21.4	26.4	10.3	9.7	8.6	7.8
Corea	8.3	7.2	6.9	6.5	6.1	6.5	10.5
Hong-Kong	5.4	4.8	4.5	4.4	4.4	4.3	3.2
Filipinas	4.8	4.4	4.9	4.9	5.9	4.5	7.0
Indonesia	5.5	5.6	6.1	6.6	7.1	6.5	7.4
Malasia	3.0	2.6	2.1	2.5	3.3	3.7	5.0
Singapur	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.2
Tailandia	4.1	4.1	4.1	3.8	3.7	3.9	5.3
Taiwán	3.4	4.3	4.6	4.8	5.4	5.8	6.3
Perú	1.2	0.8	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
Argentina	3.4	3.0	3.2	3.8	3.5	3.3	3.4
Brasil	18.6	9.6	11.0	6.2	4.1	3.6	4.6
Chile	1.4	1.3	1.4	1.2	1.5	1.7	1.7
Colombia	1.2	1.1	1.4	2.0	2.0	1.9	2.5
México	4.6	4.9	4.3	19.5	4.8	4.5	3.9

Fuente: International Financial Statistics (FMI); Bancos Centrales de Perú, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.

c) Nivel y composición de los capitales externos

El tipo de capitales que financian el déficit en cuenta corriente influyen en su sostenibilidad. En este sentido, la inversión directa extranjera es la que ofrece menor volatilidad de los capitales. En 1996, el 94% del déficit en cuenta corriente peruano era financiado con inversión directa extranjera, aunque el 45% correspondía a los capitales que ingresaron al país por privatización. En todo caso, si se le compara con los países asiáticos, la participación de la inversión extranjera estaba muy por encima de Indonesia (10%) o Tailandia (15.9%).

Al igual que los países asiáticos, la entrada de capitales permitió la acumulación de reservas a pesar de los déficits en cuenta corriente. Entre 1990 y 1996,



las reservas internacionales netas crecieron 1,363%, la tasa más alta con respecto a cualquiera de los países asiáticos. Entre 1990 y 1996, el crecimiento de las reservas internacionales en los países asiáticos estuvo entre 127% y 261%; y Filipinas mostró una tasa de 985%. Dentro de América Latina, además del Perú, Argentina y Brasil tuvieron un crecimiento de reservas de 728% y 655% respectivamente.

2.1.5 La dolarización

Una de las características de la economía peruana es el alto grado de dolarización. Una buena parte de los precios de los bienes transables y bienes inmuebles está denominada en dólares, mientras que en 1996 el 67% de la liquidez total en la economía correspondía a la liquidez en moneda extranjera. Esta elevada dolarización se ha producido como resultado del largo período de hiperinflación durante la segunda mitad de los ochenta, y ha sido facilitada por la posibilidad legal de mantener depósitos y contraer créditos en moneda extranjera.

La dolarización del sistema financiero impone una restricción a los efectos de una devaluación, pues los sectores que producen bienes o servicios no dolarizados se verán afectados negativamente con una devaluación si es que mantienen obligaciones en moneda extranjera.

Sin embargo, en el contexto de dolarización, la base monetaria es relativamente reducida, por lo que, teniendo en cuenta el nivel de reservas internacionales con relación a la base, existiría un menor riesgo de ataques especulativos sobre el tipo de cambio. Adicionalmente, frente a expectativas de devaluación, los agentes económicos sustituyen sus depósitos de moneda nacional a moneda extranjera, creándose un aumento temporal de demanda de moneda extranjera que luego es compensado por un incremento de oferta proveniente de los préstamos en dólares de los bancos. Esto es un mecanismo que ayuda a estabilizar el tipo de cambio, a diferencia de los países en los que las expectativas de devaluación generan una salida de capitales.

De otro lado, en condiciones de corridas bancarias, el nivel de dolarización implicaría la necesidad de contar con un nivel mayor de reservas internacionales, pues el Banco Central tiene un límite como prestamista de última instancia dado el nivel de dolarización de los depósitos. Si bien este problema es,



en gran medida, atenuado por la fuerte presencia de la banca extranjera en el país.

2.1.6 El rol de la política económica

Como se mencionó anteriormente, a partir de agosto de 1990, la economía peruana ingresó a un proceso de estabilización y de reformas. El establecimiento de un sistema de flotación administrada en un contexto de cambios estructurales evitó un desalineamiento del tipo de cambio frente a posibles modificaciones del tipo de cambio de equilibrio. De otro lado, la flotación evitó también asegurar un rendimiento a los capitales externos de tal manera de no propiciar una excesiva entrada de capitales especulativos.

Por otra parte, la política fiscal en general fue austera; se mantuvieron déficit fiscales manejables, financiados principalmente con endeudamiento de largo plazo y con recursos de la privatización. Asimismo, la supervisión y la regulación del sistema financiero adoptaron las normas internacionales.

Sin embargo, las políticas de esterilización que se aplicaron para evitar una mayor sobrevaluación de la moneda nacional propiciaron un endeudamiento excesivo de corto plazo del sistema bancario. Este resultado se desprende de la imposición de un encaje sobre los depósitos en moneda extranjera en la banca local y la ausencia del mismo sobre los fondos provenientes del endeudamiento del exterior de los bancos. De esta manera, se favoreció el uso de este tipo de fondeo y se introdujo una fuente de vulnerabilidad frente a una eventual restricción de la entrada de capitales.

Otra fuente de vulnerabilidad fue introducida por la política tributaria. Aunque se puso en marcha una reforma tributaria que simplificó la estructura de impuestos, se mantuvieron ciertos impuestos no sujetos al *drawback* que afectaron la competitividad de las exportaciones. Éste ha sido el caso de un impuesto a la planilla (Fonavi, y después Impuesto Extraordinario a la Solidaridad) y los impuestos a los combustibles. A pesar del crecimiento de las exportaciones, propiciado por la apertura comercial, no se logró una diversificación significativa que redujera la vulnerabilidad de la economía frente a choques externos.



2.2 La relativa fortaleza de la economía y la magnitud de la crisis

Los indicadores de vulnerabilidad comentados anteriormente sugieren que los fundamentos de la economía peruana mostraban una relativa solidez frente a otros países, tanto del Asia como de América Latina. La estabilidad macroeconómica se había consolidado y las reformas estructurales estaban propiciando un aumento de la eficiencia.

De otro lado, si bien el déficit en cuenta corriente era relativamente alto, llegando a su pico en 1995, a partir de 1996 se observó una tendencia decreciente, que luego fue revertida a raíz de los efectos del Niño y de la caída de los precios de las exportaciones. Este déficit era financiado en gran parte por capitales de largo plazo que se concentraron en gran medida en actividades productivas como minería y servicios públicos. A pesar de este déficit las reservas venían acumulándose, y llegaron a ubicarse entre los niveles más altos de la región.

La relativa apreciación cambiaria bajo un sistema de flotación respondía más que a una política explícita de mantener un nivel de tipo de cambio, a posibles modificaciones del tipo de cambio de equilibrio.

La principal debilidad que mostraba la economía peruana era la relativa dependencia de la banca de las líneas de crédito de corto plazo con el exterior. La importancia de este aspecto fue soslayada por la supervisión bancaria, aun cuando ésta había sido mejorada significativamente.

Esta relativa fortaleza de la economía peruana llevó a que los efectos derivados de la crisis rusa fueran menores que los que experimentara Asia durante la crisis asiática, e incluso otros países de la región. Esto se puede apreciar comparando los valores estimados de un indicador de crisis sobre la base del elaborado por Corsetti, Pesenti y Roubini (1999) para el Perú frente a otros países.

Este indicador, que es un promedio ponderado de las devaluaciones y pérdidas de reservas, muestra un valor positivo para Perú de 0.01 en 1997, y valores negativos de -0.146 y -0.104 para 1998 y 1999. Este valor contrasta con los valores para 1997 de -0.478 de Tailandia, -0.38.8 de Corea, -0.386 de Malasia, o de -0.462 para Brasil en 1999. Los valores peruanos no son muy superiores a los estimados para Chile (-0.031, -0.11 y -0.091, para 1997, 1998 y 1999 respectivamente), uno de los países con fundamentos más sólidos de la región.



3 Efectos de las crisis internacionales y respuestas de política

3.1 Efectos globales de las crisis

Primero se describirán los principales efectos de la crisis asiática sobre los países del Este Asiático, crisis que no afectó severamente a los países de América Latina. Posteriormente se presentarán los principales efectos de la crisis rusa en América Latina y particularmente el Perú.

Tal como se indicara al presentar el índice de crisis, los indicadores más visibles de los efectos de las crisis están referidos a la devaluación y a la caída de las reservas internacionales.

La crisis asiática que se inició en julio de 1997, con la devaluación del Baht tailandés, llevó a fuertes devaluaciones en los países del Este Asiático. Así, durante los doce siguientes meses, las devaluaciones alcanzaron niveles de 437% en Indonesia, 47% en Tailandia, 44% en Corea y 37% en Malasia y Filipinas.

Estas devaluaciones estuvieron acompañadas de severas caídas en reservas internacionales. Por ejemplo, las reservas en Corea disminuyeron de US\$ 25.3 mil millones en junio de 1997 a US\$ 9.1 mil millones en diciembre de ese año. En Malasia, a su vez, pasaron de US\$ 27.7 mil millones de marzo de 1997 a US\$ 19.7 mil millones en junio de 1998. Mientras que en Tailandia cayeron de US\$ 37.7 mil millones en 1996 a US\$ 26.2 mil millones en diciembre de 1997. Una situación similar se apreció en Indonesia y Filipinas.

En América Latina, el choque que tuvo mayor impacto fue el que provino de las repercusiones de la crisis rusa de agosto de 1998. En prácticamente todos los



países se experimentaron depreciaciones de las monedas y caídas de las reservas internacionales. Así por ejemplo, Chile, que había tenido una devaluación de 1.7% en 1997, devaluó casi 10% en 1998. Por su parte, Colombia tuvo una devaluación de 25% en 1998, 150% mayor que la de 1997, y México de 15.3%, tres veces mayor que la de 1997. A su vez, las reservas internacionales cayeron 20% en Brasil durante 1998, 15% en Colombia y 13% en Chile.

En el caso del Perú, la devaluación que había sido 5.1% en 1997 se triplicó hasta llegar a 15.4% en 1998. Mientras que las reservas internacionales, que venían creciendo hasta 1997, cayeron en 9.7% en 1998.

Estas crisis, a diferencia de lo ocurrido en el pasado, no se transmitieron en forma significativa a la inflación. El coeficiente de transmisión (*pass through*) en los países asiáticos fue menor al 21%. En los países latinoamericanos, a pesar de la mayor devaluación, la inflación continuó bajando en Chile y México, mientras que en Colombia la mayor devaluación tuvo una transmisión de sólo 10%. En el caso del Perú, la inflación continuó su tendencia decreciente a pesar de la devaluación.

En cuanto a los efectos de las crisis sobre el nivel de actividad económica, en general, tanto los países asiáticos, durante la crisis asiática, como los países latinoamericanos, por efectos de la crisis rusa, experimentaron una disminución en los ritmos de crecimiento económico.

En todos los países que experimentaron la crisis asiática se observó una significativa reducción del PBI en 1997 y en 1998; las caídas más severas fueron las de Indonesia y Tailandia, que llegaron a 13.7% y 9.4% en 1998.

En el caso de América Latina, prácticamente todos los países experimentaron caídas en su ritmo de crecimiento por efectos de la crisis rusa. Chile, que había estado creciendo a tasas superiores al 7%, creció sólo 3.9% en 1998, para luego caer 1.1% en 1999. Colombia a su vez creció sólo 0.5% en 1998 y cayó en 4.3% en 1999. Por su parte, Perú cayó 0.4% en 1998 y creció 1.4% en 1999.

Esta disminución en el nivel de actividad económica llevó a un deterioro en las cuentas fiscales. Por ejemplo, Corea, que tuvo un superávit de 0.3% del PBI en 1996 y 1997, pasó a un déficit de 5% en 1998. A su vez, Tailandia, que mostró un superávit de 2.8% del PBI en 1996, arrojó un déficit de 2.7% en 1997 y de 5.5% en 1998.

En el caso de América Latina, Colombia aumentó su déficit fiscal en 0.7% del PBI tanto en 1998 como en 1999, cuando éste alcanzó 4.1% del PBI. México a su vez mostró un ligero incremento del déficit equivalente a 0.5% en 1998, pero que fue revertido rápidamente gracias a la elevación de los precios del petróleo. Chile por su parte redujo sustancialmente el superávit de 1.9% en 1997 a 0.4% en 1998. En el caso peruano, se pasó de un superávit de 0.1% en 1997 a un déficit de 0.7% y 2.6% en 1998 y 1999.

3.2 Situación de la economía peruana antes de la crisis rusa

Como se mencionara anteriormente, la crisis asiática sólo afectó parcialmente al Perú. El efecto principal se reflejó en el precio de los productos de exportación. La sobre inversión de algunos sectores a nivel mundial, junto con la caída de la demanda actual y potencial observada en algunos países asiáticos a partir de 1997, llevó a la contracción de los precios internacionales de una buena parte de los productos primarios. El índice del precio nominal de las exportaciones en dólares, que alcanzó 127.6 en junio de 1997 (nivel 10% superior al de junio de 1996), cayó hasta 104.6 en diciembre de 1997.

Asimismo, se observó un ligero impacto en el mercado bursátil. La inversión extranjera en cartera, que había venido creciendo hasta el primer semestre de 1997, cayó en US\$ 84 millones en el segundo semestre de 1997. Aun así, debe señalarse que durante este año se realizó, en este rubro de inversión de cartera, un ingreso neto de capitales de US\$ 317 millones. Si bien el índice bursátil expresado en dólares creció en 19% durante todo 1997, este crecimiento estuvo concentrado en el primer semestre, pues en el segundo semestre, como consecuencia del retiro de capitales, el índice bursátil cayó en 16%.

El menor ingreso de capitales orientados a la bolsa no impidió que el flujo de capitales al país continuara siendo positivo; incluso, durante el segundo semestre de 1997, los capitales de corto plazo se incrementaron, y el Banco Central acumuló US\$ 495 millones en reservas durante el mismo período.

Sin embargo, los precios de las exportaciones continuaron descendiendo en 1998. A esto se sumó un choque de oferta negativo, derivado del fenómeno del Niño, que afectó principalmente a los sectores agrario y pesquero.



A pesar de estos choques, las proyecciones macroeconómicas oficiales se mantuvieron, minimizándose las consecuencias sobre el nivel de actividad económica y sobre las cuentas fiscales, que se verían afectadas por el deterioro de los ingresos de las principales empresas exportadoras. Así, oficialmente se proyectaba para 1998 un crecimiento de la economía de 5% y que los ingresos fiscales crecerían a un ritmo similar.

En consecuencia, la reacción de la política monetaria y fiscal fue prácticamente nula. Más aún, la inversión pública creció fuertemente en términos reales el último trimestre de 1997 y el primer semestre de 1998, y alcanzó tasas anuales de crecimiento de 23.6% y 16.1% respectivamente. Este aumento de la inversión se debió en gran medida a las obras de prevención realizadas para atenuar los efectos dañinos del fenómeno del Niño. Al mismo tiempo, la política monetaria se mantuvo, no reaccionando frente al déficit en cuenta corriente. Es recién a partir del segundo trimestre de 1998 cuando, frente a un déficit en cuenta corriente que alcanzó el 7.3% del PBI, en el primer trimestre de 1998, se comienza a aplicar políticas fiscales y monetarias más restrictivas. Los gastos no financieros del gobierno central que venían creciendo hasta abril de 1998 cayeron 2% en mayo y 3% en julio en términos anuales. Esto se vio reflejado en una contracción de la demanda interna, la cual decreció 1.1% en el segundo trimestre de 1998 y 2.1% en el tercer trimestre del mismo año. Asimismo, esto llevó a que se redujera gradualmente el déficit en cuenta corriente a 7.3% del PBI el segundo trimestre y a 5.7% el tercero.

Estos resultados permitían esperar una moderación en la tasa de crecimiento, frente a la proyectada oficialmente, teniendo en cuenta además la caída en el volumen de las exportaciones pesqueras y en el precio de los productos mineros.

En este período previo a la crisis rusa, a pesar de las menores exportaciones, no se observó un efecto significativo sobre el tipo de cambio, debido a que el monto de ingreso de capitales se mantuvo. Sin embargo, se observó una modificación en la composición de los capitales, particularmente durante el segundo semestre de 1997. Los capitales de largo plazo, sin incluir los correspondientes a la privatización, que habían alcanzado un promedio de US\$ 800 millones trimestrales durante la primera mitad del año, cayeron a US\$ 408 millones y US\$ 277 millones en el tercer y cuarto trimestre de 1997, aunque se recuperaron en el primer semestre de 1998. El menor ingreso de capitales de largo plazo fue compensado por un mayor crecimiento de las líneas de crédito de corto plazo, las que

pasaron de menos de US\$ 500 millones trimestrales en el primer semestre de 1997 a US\$ 750 millones trimestrales en el segundo semestre. Asimismo, las líneas de crédito extranjero otorgadas a los bancos comerciales mostraron un crecimiento de US\$ 100 millones de dólares mensuales durante los primeros ocho meses de 1998.

Frente a este crecimiento de las líneas de crédito al sector bancario peruano, surgieron preocupaciones sobre su sostenibilidad y la potencial vulnerabilidad de los bancos frente a una eventual interrupción de dichas líneas. Como respuesta a este problema potencial, la Superintendencia de Banca estableció en julio de 1998 un requerimiento de liquidez del 20% sobre los pasivos de corto plazo de los bancos. No obstante, dado que el encaje medio sobre los depósitos en moneda extranjera era de 44% y el marginal de 45%, el requerimiento de liquidez no resultaba un limitante efectivo para las líneas de crédito de corto plazo, pues los activos líquidos derivados del encaje cubrían con exceso los requerimientos de liquidez establecidos por la Superintendencia, con lo cual en el corto plazo no se alcanzaba el objetivo de desincentivar dichas líneas. Más aún, esta política sugería que la percepción oficial sobre los choques que enfrentaba la economía era que éstos no tendrían efectos duraderos.

3.3 Los efectos iniciales de la crisis rusa y la reacción de la política económica

A raíz de las repercusiones de la crisis rusa sobre la percepción de los mercados emergentes se revirtieron los flujos de capitales al Perú, al igual que en la mayoría de países de la región. Entre setiembre de 1998 y diciembre de 1998 se perdieron US\$ 885 millones en las líneas de crédito de corto plazo de los bancos.

Adicionalmente, se produjo una salida de capitales de la bolsa. La inversión de extranjeros en la bolsa, que había caído US\$ 64 millones durante el primer semestre de 1998, cayó US\$ 428 millones en el segundo semestre de ese año. A su vez, los préstamos de corto plazo al sector no financiero cayeron en US\$ 432 millones en el cuarto trimestre de 1998.

Sin embargo, debe señalarse que la inversión directa extranjera (sin considerar la privatización) continuó a un ritmo de US\$ 350 millones trimestrales durante el segundo semestre de 1998. A su vez, los préstamos externos de largo plazo a las empresas aumentaron de US\$ 38 millones el primer semestre de 1998 a US\$ 384 millones el segundo semestre.



La brusca contracción en las líneas de crédito de corto plazo de los bancos llevó a una severa restricción de crédito, la que fue particularmente aguda durante un período de pocas semanas entre setiembre y octubre de 1998. Durante este período, incluso empresas de primer orden que tenían líneas de crédito concertadas no pudieron obtener recursos debido a que los bancos estaban utilizando todos sus ingresos de caja para cumplir sus obligaciones con el exterior. Esta situación llevó a la interrupción de la cadena de pagos, la cual restringió severamente las transacciones económicas e indujo a una fuerte recesión.

Posteriormente, una vez restituida la liquidez bancaria, los bancos se mostraron renuentes a restablecer el flujo crediticio, en la medida que, durante el breve período de interrupción de la cadena de pagos, la situación financiera de las empresas mostraba un significativo deterioro.

No obstante, el crédito total al sector privado expresado en dólares, que había crecido 0.6% entre el 7 de agosto y 7 de setiembre de 1998, cayó sólo 0.2% entre el 7 de setiembre y el 7 de octubre, y sólo 0.6% entre el 7 de noviembre y el 7 de octubre. Es por ello que las variaciones del stock de crédito al sector privado no dan una idea de la magnitud de los efectos de la crisis rusa, dado que el problema esencial fue que el flujo de desembolsos se redujo prácticamente a cero por un corto período de tiempo. Esta reducción fue la que provocó la cesación de la cadena pagos.

Las tasas de interés durante este período tuvieron una tendencia ascendente. La tasa preferencial de descuento en moneda nacional que se ubicaba en 23.6% en agosto, subió hasta 32% el 30 de setiembre, descendiendo recién a partir de octubre hasta 28%. A su vez, la tasa preferencial en moneda extranjera subió de 13.2% en agosto de 1998 a 16.1% a fines de setiembre y a 17.3% a fines de octubre. Las tasas interbancarias mostraron incluso un salto mayor. En moneda nacional, éstas, de un nivel de 21.4% en agosto alcanzaron tasas superiores al 60% durante algunos días en setiembre de 1998.

Este salto en las tasas de interés es en gran medida atribuible a la política restrictiva en moneda nacional que aplicó el Banco Central, la cual se reflejó en una contracción del dinero de 9.1% durante el mes de setiembre.

De otro lado, el riesgo país percibido se incrementó, aunque por un período corto. Esto puede ilustrarse con la evolución del rendimiento de los bonos Brady. El rendimiento de los bonos PDI, que era de 10.3% en junio de 1998, subió hasta

14.2% en setiembre, aunque en diciembre del mismo año el rendimiento se redujo a 11%. En el caso de América Latina, el rendimiento promedio de los bonos pasó de 10% en junio de 1998 a 14.5% en setiembre y a 11.9% en diciembre. La tendencia similar que se observó en el comportamiento de estos bonos en los países de América Latina sugiere que el riesgo percibido era común a pesar de las distintas posiciones de las variables fundamentales entre países.

En lo que se refiere a la reacción del mercado cambiario, en el mes de setiembre sólo se observó un repunte de 1.7% en el mercado paralelo, debido en gran medida a la política monetaria restrictiva que adoptara el Banco Central, que evitó que los bancos emplearan sus excedentes en soles para pagar sus obligaciones con el exterior.

Los bancos cubrieron con sus fondos de encaje el retiro de las líneas de corto plazo con el exterior. El déficit de encaje en que incurrieron a su vez fue cubierto por redescuentos en moneda extranjera por parte del Banco Central. Sin embargo, la ley orgánica del Banco Central establece que los redescuentos no pueden ser otorgados por un período mayor a 30 días, y la ley de bancos en ese entonces prohibía a los bancos mantener redescuentos por más de noventa días en un año. Frente a este marco legal los bancos percibieron los redescuentos sólo como una ayuda temporal, pues los fondos tenían que ser devueltos en el corto plazo, por lo que continuaron con su política de restricción de colocaciones.

Posteriormente, durante el mes de setiembre de 1998, el Banco Central anunció una reducción del encaje medio en moneda extranjera de 1.5 puntos porcentuales a partir de octubre. Esta reducción no sólo fue tardía sino que también resultó insuficiente, por lo cual el Banco Central anunció una reducción adicional el 24 de octubre, que sería aplicada a partir de noviembre.

La demora en el anuncio de la reducción del encaje, y el que implicara la aplicación de la medida a partir del siguiente mes, limitaron los beneficios de esta medida pues los bancos tuvieron que seguir recurriendo a redescuentos acumulando días que los acercaban al plazo límite que podía llevarlos a la intervención. Debió procurarse un cambio en la duración del período de encaje para que la reducción del encaje medio tuviera una aplicación inmediata.

Una opción que se evaluó fue la de otorgar con recursos públicos líneas de crédito a los bancos para que pudieran atender las obligaciones con el exterior.



En setiembre, los depósitos en moneda extranjera del sector público en el Banco Central alcanzaban US\$ 4 147 millones de un total de US\$ 9 768 millones de reservas internacionales.

La propuesta contemplaba el otorgamiento de créditos a los bancos con estos recursos a un plazo de entre dos y tres años a una tasa de interés ligeramente mayor a las líneas del exterior. Estas líneas serían pagadas con la reducción del encaje medio que otorgara el Banco Central y cualquier deuda remanente se pagaría uniformemente a lo largo del plazo de los créditos. La intención era permitir un ajuste gradual del crédito en vez de la contracción brusca y concentrada en un breve período tal como ocurrió.

La política monetaria durante este período de crisis de liquidez entre setiembre y octubre de 1998 y en los tres meses posteriores fue en cierta medida procíclica, ya que el Banco Central adoptó una política monetaria restrictiva con el objeto de atenuar las presiones alcistas del tipo de cambio. Asimismo, el Ministerio de Economía dispuso que los depósitos del sector público en la banca comercial se convirtieran a soles, lo que originó una mayor oferta temporal de dólares. La política fiscal a su vez continuó manteniendo, hasta enero de 1999, el ajuste fiscal iniciado en mayo con el propósito de frenar el crecimiento del déficit en cuenta corriente.

Las políticas fiscales y monetarias restrictivas además de la restricción crediticia originaron una caída en la demanda interna de 5.7% el cuarto trimestre de 1998, y de 6.6% el primer trimestre de 1999. Esto llevó a que la industria no primaria cayera 10.8% y 10.6% durante estos dos trimestres y que la construcción se contrajera en 9.4% y 13.1%.

La severa contracción del crédito y el deterioro de la cartera de colocaciones de los bancos debilitaron considerablemente varias instituciones financieras. Esto llevó a la intervención y posterior liquidación del Banco de la República en noviembre de 1998 y a que Cofide aportara US\$ 60 millones al Banco Latino, con lo cual se convirtió en el principal accionista de dicho banco. El gobierno apoyó también el ingreso del Banco Sudameris como accionista mayoritario del Banco Wiese, al otorgar un aval sobre parte de la cartera cuestionada por el Sudameris. Estas intervenciones llevaron a que la ley de bancos se modificara tanto en la forma en que se deberían realizar las intervenciones de los bancos por parte de la Superintendencia de Banca y Seguros, como en el plazo durante

el cual los bancos estaban permitidos de mantener redescuentos del Banco Central (se pasó de 90 a 180 días dentro del año). Asimismo, se elevó el monto de depósitos bancarios asegurables de S/. 12 200 a S/. 62 000.

Adicionalmente se creó un programa de apoyo a los bancos mediante un sistema de canje de bonos del gobierno con el fin de dotar de liquidez a las empresas bancarias. Los bancos deberían transferir temporalmente a Cofide cartera buena para recibir a cambio bonos negociables del gobierno que pudieran hacerse líquidos en el mercado secundario. Sin embargo, esta medida fue algo tardía pues una porción significativa de los bancos contaba ya con un exceso de liquidez, al haberse normalizado la situación externa, en un escenario más bien de cautela frente al otorgamiento de nuevos créditos bancarios a las empresas del país. Así, frente a los US\$ 150 millones de bonos autorizados, posteriormente ampliados a US\$ 300 millones en enero de 1999, sólo se colocaron US\$ 128 millones de bonos negociables.

3.4 Reacción de la política económica frente a la caída de la demanda

Inicialmente, el ministro de economía Jorge Baca mantuvo una actitud relativamente pasiva, convencido de que la crisis era de corta duración y que la economía crecería a tasas superiores al 5% en 1999. Como consecuencia de ello, se acordó un incremento de salarios públicos de 16% a partir de abril de 1999.

En enero de 1999 se hizo cargo de la cartera de economía el ministro Joy Way, quien adoptó una actitud más activa frente a la crisis. En un inicio, el Ministerio de Economía defendió una política monetaria menos restrictiva y una elevación del tipo de cambio que permitiera estimular las exportaciones. Lamentablemente estas presiones se dieron simultáneamente a la devaluación brasileña. En los dos primeros meses del año el tipo de cambio se elevó en 9.17%.

Si bien había una cierta presión devaluatoria debido a la crisis de febrero de Brasil, el Ministerio de Economía y el propio Presidente de la República dieron las señales de propiciar un mayor tipo de cambio, lo que impulsó a los bancos y en general a los agentes económicos a presionar sobre el mercado cambiario. Ase-sores externos habían erradamente hecho un diagnóstico mediante el cual la economía peruana era asimilada a la brasileña. Es decir, como en Brasil, se pensaba que las tasas de interés en el Perú eran elevadas por cumplir el objetivo



de mantener el tipo de cambio. Es decir, para bajar la tasa de interés se consideraba necesario soltar el tipo de cambio.

Este enfoque no se aplicaba para el caso peruano. Como se mencionó anteriormente, al ser el sistema cambiario de flotación, no había objetivo cambiario. Además, por tratarse de una economía altamente dolarizada, la tasa de interés en moneda nacional refleja la tasa de interés de moneda extranjera más la devaluación esperada. Siendo así, el anuncio del deseo del gobierno de una mayor devaluación lejos de bajar las tasas de interés en el corto plazo, las elevaba.

Esta política de elevar el tipo de cambio por encima del equilibrio para promover exportaciones fracasó. En su lugar se buscó incentivar la demanda interna por otros mecanismos. Así, en junio se autorizó temporalmente el retiro de 15% de los depósitos de CTS¹, con el objeto de impulsar el consumo. Este mecanismo tampoco resultó efectivo, pues el 78% de los depositantes tenían sólo el 12% de los depósitos. El 15% de este monto que potencialmente se podía retirar y traducirse en mayor demanda equivalía a sólo US\$ 45 millones. El 6% de los depositantes más grandes, que concentraban el 61% de los CTS, tenían capacidad de ahorro, por lo que el retiro de los depósitos se orientó más bien a otros instrumentos de ahorro más rentables o a la disminución de deudas.

Asimismo se intentó una política fiscal anticíclica, adelantando a febrero el pago de bonificaciones por escolaridad a los empleados públicos; además se hizo efectivo el aumento salarial en abril, mes en que los precios de exportación habían caído 29% con relación a julio de 1997. De esta manera, el efecto de la devaluación real con respecto a las remuneraciones fue totalmente anulado. Adicionalmente, al haberse realizado la política anticíclica con gasto en remuneraciones, se introdujo una inflexibilidad en el gasto público y una dificultad mayor para controlar el déficit fiscal.

La política fiscal expansiva continuó hasta julio de 1999, mes en que los gastos no financieros del gobierno central aumentaron a un ritmo de 25% frente al mismo mes del año anterior, mientras que los ingresos corrientes del gobierno

1. Los depósitos por Compensación de Tiempo de Servicios se podían retirar en el momento de cese.



caían 12.2%. La magnitud del déficit de julio que era cada vez más difícil de financiar llevó al gobierno a aplicar una política más restrictiva por el lado de la inversión pública. Así, mientras el consumo público había venido creciendo a tasas anuales de 11.1% y 8.7% el segundo y tercer trimestre de 1999, cayó en 3.3% el cuarto trimestre del año. A su vez, la inversión pública, que crecía a un ritmo de 13.5% y 17.6% en los mismos trimestres, cayó en 2.2 % en el cuarto trimestre.

Dado el deterioro de la cartera de colocaciones de los bancos y las dificultades que algunos de ellos tenían para hacer las provisiones requeridas, se aprobó en junio de 1999 un programa de canje temporal de bonos del tesoro no negociables que no reeditaban interés, por cartera pesada de los bancos, teniendo éstos el compromiso de recomprar la cartera en un plazo total de 5 años, con un año de gracia. Esto permitió a los bancos espaciar sus provisiones en el tiempo, al poder realizarlas en 5 años en vez de tener que aplicarlas en el corto plazo. Bajo este programa se emitieron bonos por US\$ 285 millones de los US\$ 400 millones autorizados. Cabe señalar que varios bancos, entre los cuales se ubica el de mayor tamaño, no participaron de este programa ni del de bonos de apoyo a la liquidez.

En el mismo mes se dio la ley de fortalecimiento del sistema de reestructuración patrimonial que modifica diversos artículos de la ley de reestructuración patrimonial de 1992 . Esta norma facilitó el acceso de las empresas a los procedimientos de insolvencia y concurso preventivo, flexibilizó las condiciones aplicadas a la deuda tributaria y modificó la posición de los créditos vinculados.

La Superintendencia de Bancos modificó también el reglamento para la exigencia de provisiones, variando el tratamiento de las operaciones refinanciadas y reestructuradas para evitar el deterioro de su calificación. Adicionalmente, la Superintendencia aprobó un reglamento para la capitalización de acreencias en las empresas reestructuradas por parte del sistema financiero.

En general, este conjunto de modificaciones a la ley de reestructuración patrimonial y el programa de bonos fueron bien recibidos por el ambiente financiero y empresarial, pues no sólo recogían la experiencia acumulada en los procesos de reestructuración, sino que daban una salida parcial al problema de provisiones de los bancos sin incurrir en un costo para el Estado. Incluso en el caso de la



liquidación de un banco el gobierno no perdería recursos en esta operación, al ser intranferibles los bonos del tesoro otorgados a los bancos.

De otro lado, la caída de la demanda interna se mantuvo hasta abril de 1999. A partir de este mes se inició una tímida recuperación que se hizo más marcada a partir de setiembre de dicho año, y que posteriormente se frenó bruscamente en abril del año 2000 por la crisis política.

Esta recuperación económica respondió en primer lugar a los factores de recuperación propios de los ciclos económicos, particularmente el ciclo de inventarios. Adicionalmente, los sectores primarios se recuperaron de los efectos del Niño. Así, la pesca creció 28.9% en 1999, la minería metálica, 14.3% (como consecuencia de inversiones previas realizadas) y el sector agropecuario, 12%. Asimismo, la política fiscal expansiva y una política monetaria menos restrictiva entre mayo y setiembre de 1999 ayudaron a esta recuperación.

El consumo privado, que cayó durante seis trimestres consecutivos, creció 3.7% el cuarto trimestre de 1999 y 6.2% el primer trimestre del año 2000. Este crecimiento del consumo, además de ser alentado por los factores antes señalados, se vio propiciado por la reducción de la deuda de las personas naturales con el sistema financiero. En el año 2000, con respecto a 1997, el porcentaje de familias endeudadas en el sistema financiero se había reducido a la mitad². Este resultado es probablemente atribuible a que desde enero de 1998 se frenó el crecimiento del crédito de consumo. Si bien esto influyó en la reducción de consumo de 1998, al haberse pagado ya una buena parte de la deuda, permitía una mayor disponibilidad de gasto.

2. Encuesta de Niveles de Vida, Cuánto, 2000.

Quadro 19
Perce crecimiento del PBI real por tipo de gasto
1998-2000

	1998					1999					2000	
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total	I	II
I. Oferta global	4.8	-1.4	-0.8	-3.0	-0.2	-4.0	-2.3	-2.9	2.7	-1.6	6.5	5.7
1. PBI	3.5	-3.0	0.2	-1.9	-0.4	-0.7	2.1	-0.1	4.2	1.4	6.6	5.3
2. Importaciones	12.0	7.0	-5.8	-8.4	0.7	-20.6	-24.1	-17.1	-5.6	-17.1	5.9	8.2
II. Demanda global	4.8	-1.4	-0.8	-3.0	-0.2	-4.0	-2.3	-2.9	2.7	-1.6	6.5	5.7
1. Demanda interna	6.1	-1.1	-2.1	-5.7	-0.9	-6.6	-3.3	-4.0	3.7	-2.6	6.2	4.8
a. Consumo privado	2.4	-1.0	-1.5	-3.9	-1.0	-2.8	-0.8	-0.6	3.5	-0.2	5.0	4.7
b. Consumo público	6.8	1.3	0.4	3.2	2.9	0.1	11.1	8.7	-3.3	3.6	14.3	13.0
c. Inversión bruta interna	16.6	-2.2	-4.8	-14.6	-1.8	-18.8	-15.3	-18.3	8.0	-11.8	6.4	1.7
Inversión bruta fija	6.5	3.8	-2.0	-11.1	-1.0	-16.2	-14.8	-14.1	-2.0	-11.9	6.4	-1.1
i. Privada	4.9	2.6	-3.3	-11.7	-1.9	-19.2	-20.7	-21.4	-1.9	-16.3	7.1	0.0
ii. Pública	16.1	10.2	4.0	-9.2	3.0	1.0	13.5	17.6	-2.2	7.2	3.1	-4.5
Variación de inventarios	-4.7	-3.7	8.6	17.2	4.5	17.7	5.9	4.6	-3.6	5.4	8.9	12.4
2. Exportaciones	-2.5	-1.8	2.4	4.0	0.5	6.4	5.6	4.1	0.4	4.1	0.4	0.5

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Quadro 20

Perce crecimiento del PBI real por sectores económicos

1998-2000

	1998					1999					2000	
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total	I	II
Agropecuario	2.0	-4.0	-1.3	12.3	1.3	12.0	16.3	15.7	1.9	12.0	3.9	7.3
Agrícola	0.0	-7.4	-8.3	17.1	-1.9	10.6	17.5	25.5	0.6	14.2	4.4	8.2
Pecuario	5.3	6.5	9.5	6.6	7.0	15.4	14.5	3.9	4.5	9.3	3.4	5.4
Pesca	-37.2	-45.7	28.4	56.9	-13.7	35.3	48.4	-14.0	41.8	28.9	36.8	11.4
Minería e hidrocarburos	4.8	0.4	6.9	10.1	5.6	14.6	15.9	8.7	8.7	11.8	3.8	2.0
Minería metálica	6.5	1.5	7.3	11.1	6.6	16.6	18.7	11.4	11.1	14.3	5.9	3.4
Hidrocarburos	-5.7	-6.9	4.4	3.1	-1.4	-0.4	-4.2	-10.2	-10.1	-6.4	-10.1	-6.3
Manufactura	1.4	-6.8	-0.8	-7.5	-3.6	-4.6	-1.1	-3.8	10.8	0.3	13.8	9.5
Procesadores de recursos primarios	-17.0	-26.0	2.6	5.8	-9.5	25.4	25.7	-6.6	20.4	15.6	17.0	12.0
Industria no primaria	6.2	-0.9	-1.7	-10.8	-2.0	-10.6	-7.2	-3.0	8.0	-3.4	12.9	8.7
Construcción	7.7	-0.7	6.7	-9.4	0.7	-13.1	-12.0	-16.7	-1.0	-10.8	5.2	-2.3
Comercio	-0.2	-3.9	-4.2	-4.0	-3.1	-5.1	-2.8	-0.9	2.7	-1.6	9.0	6.8
Otros servicios	5.2	-1.2	0.3	-1.9	0.5	-0.3	1.7	0.4	2.8	1.2	4.6	4.3
PBI	3.5	-3.0	0.2	-1.9	-0.4	-0.7	2.1	-0.1	4.2	1.4	6.6	5.3

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú



Cuadro 21

Principales indicadores macroeconómicos del sector monetario
1995-1999

	Inflación (var % anual)	Emisión primaria (var % anual)	Liquidez en MN del siste- ma bancario (var % anual)	Crédito al sector bancario		Crédito del sistema bancario al sector privado (% PBI)
				MN (var % anual)	ME (var % anual)	
1995	10.2	33.0	36.9	55.6	42.3	16.4
1996	11.8	21.9	9.2	35.8	52.7	21.4
I - 97	9.3	17.2	17.2	24.2	51.1	19.0
II - 97	9.5	14.9	12.2	22.1	45.3	19.9
III - 97	8.1	23.2	14.8	23.1	36.0	20.6
IV - 97	6.5	25.6	19.1	17.9	34.5	21.4
1997	6.5	25.6	19.1	17.9	34.5	24.6
I - 98	8.2	23.9	10.9	10.5	36.6	22.3
II - 98	7.7	21.0	15.1	6.8	33.8	23.4
III - 98	6.6	1.8	6.6	0.4	39.5	24.6
IV - 98	6.0	-2.4	5.5	2.9	30.0	25.7
1998	6.0	-2.4	5.5	2.9	30.0	28.0
I - 99	3.4	-5.8	3.5	13.3	25.3	26.8
II - 99	2.9	-4.5	6.2	6.2	17.5	27.5
III - 99	3.4	11.7	10.0	7.5	7.9	27.8
IV - 99	3.7	11.6	17.0	3.1	9.6	27.7
1999	3.7	11.6	17.0	3.1	9.6	28.4

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú



Cuadro 22
Perce indicadores macroeconómicos del sector fiscal
1995-2000

	Ahorro público (%PBI)	Resultado primario SPNF (%PBI)	Resultado económico SPNF (%PBI)	Ingresos corrientes del gobierno central		Gastos no financieros del gobierno central	
				(%PBI)	(var. % anual)	(%PBI)	(var. % anual)
1995	2.30	0.40	-3.10	17.80	47.15	15.40	-14.27
1996	3.90	1.50	-1.00	18.50	29.11	15.20	50.72
I - 97	6.20	4.32	2.66	16.48	11.03	13.97	36.34
II - 97	6.10	4.82	2.98	15.90	-13.44	12.33	11.23
III - 97	3.80	1.22	-0.59	15.52	9.28	15.22	19.92
IV - 97	2.30	-2.03	-4.22	15.82	19.68	18.85	35.06
1997	5.20	2.00	0.20	15.90	19.68	15.10	35.06
I - 98	5.00	2.93	1.34	16.42	7.27	14.38	15.54
II - 98	4.80	3.22	1.26	15.76	-9.59	13.27	11.36
III - 98	4.10	1.29	-0.48	15.85	12.48	15.11	0.20
IV - 98	0.40	-2.59	-5.09	14.85	4.05	18.03	7.38
1998	4.00	1.20	-0.80	15.70	4.05	15.20	7.38
I - 99	3.40	1.83	-0.26	15.13	-6.16	14.28	-11.60
II - 99	2.10	-0.06	-2.25	13.79	-20.13	14.38	18.17
III - 99	0.60	-2.90	-4.97	14.19	-0.29	17.34	17.36
IV - 99	0.90	-2.01	-4.30	15.06	25.38	16.93	-9.01
1999	1.90	-0.80	-3.00	14.50	25.38	15.70	-9.01
I-00	1.70	0.10	-2.00	14.60	4.21	15.40	36.73
II-00	1.80	-0.20	-2.50	14.30	-4.73	14.80	10.35

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Quadro 23
Principales indicadores macroeconómicos del sector externo
1995-2000

	Saldo de la balanza comercial (% FBl)	Saldo de la CC de la BP (% FBl)	Devaluación (var. % anual)	Exportaciones (var. % anual)	Importaciones (var. % anual)
1995	-4.00	-7.70	8.88	19.64	19.93
1996	-3.60	-6.20	11.20	3.10	-1.73
I - 97	-2.27	-4.12	11.90	7.64	-0.73
II - 97	-1.75	-4.25	9.02	31.02	7.82
III - 97	-3.42	-5.29	6.00	15.34	8.04
IV - 97	-4.23	-7.03	5.02	3.47	2.52
1997	-2.90	-5.20	5.02	3.47	2.52
I - 98	-6.16	-7.86	6.56	-26.51	-0.47
II - 98	-5.51	-7.29	9.40	-34.11	-4.53
III - 98	-3.41	-5.69	15.04	-2.10	-9.36
IV - 98	-2.01	-4.48	15.40	7.99	-6.10
1998	-4.30	-6.40	15.40	7.99	-6.10
I - 99	-1.11	-3.54	20.23	12.01	-18.59
II - 99	-1.47	-3.61	14.75	-1.49	-28.71
III - 99	-0.84	-2.73	12.25	-2.86	-13.19
IV - 99	-1.30	-4.08	10.99	-1.72	9.66
1999	-1.20	-3.50	10.99	-1.72	9.66
I-00	-1.00	-3.20	1.91	21.40	24.66
II-00	-1.20	-3.80	4.46	32.19	17.24

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú



Quadro 24
Perce flujo de capitales, inversi n y ahorro
1995-1996

	Flujo de capitales			Inversi n total (% del FBI)	Ahorro interno (% del FBI)	Ahorro privado (% del FBI)
	Préstamos de largo plazo (US\$ millones)	Inversi n en cartera (US\$ millones)	Capitales de corto plazo (US\$ millones)			
1995	341	177	673	25.10	17.40	15.10
1996	657	197	-174	23.40	17.20	13.30
I - 97	268	76	698	24.30	20.00	13.80
II - 97	60	324	328	24.50	20.50	14.40
III - 97	87	-22	431	24.50	19.50	15.70
IV - 97	34	-62	1184	24.20	17.40	15.10
1997	449	317	2641	24.60	19.40	14.20
I - 98	-30	-8	368	26.50	18.64	13.14
II - 98	68	-19	437	23.90	16.61	11.01
III - 98	65	-184	355	24.50	18.81	14.21
IV - 98	319	-131	-1344	22.20	17.72	17.42
1998	423	-343	-185	24.20	17.80	13.80
I - 99	301	-220	-182	22.20	19.16	15.56
II - 99	15	48	-820	22.70	17.29	14.99
III - 99	87	-98	-606	20.90	18.17	17.47
IV - 99	-15	-46	-66	20.90	19.32	18.32
1999	388	-316	-1674	22.00	18.50	16.60
I-00	330	-35	-109	22.70	19.50	17.80
II-00	150	-150	25	20.20	16.40	14.60

Fuente: Banco Central de Reserva del Perce



4 Conclusiones y lecciones de política

- El Perú tal como se mencionó anteriormente mostraba una serie de fortalezas económicas tanto en el momento de la crisis asiática como en el de la crisis rusa. La primera tuvo un impacto moderado que se tradujo fundamentalmente en la caída de los precios de las exportaciones primarias como consecuencia de la menor demanda mundial, mientras que la segunda se reflejó más bien en la interrupción del financiamiento externo y tuvo efectos significativos sobre la economía peruana.
- La principal fortaleza de la economía peruana descansaba en la estabilidad macroeconómica que se había consolidado, después de cinco años de su aplicación. Ésta se basó en la disciplina fiscal, reforzada por la mayor autonomía del Banco Central. La austeridad fiscal se reflejó en la generación de superávit primarios e incluso se obtuvo un superávit económico en 1997, lo que apuntaba a una situación de equilibrio fiscal estructural.
- El sistema de flotación cambiaria, a su vez, permitía evitar el desalineamiento del tipo de cambio y el otorgamiento de un seguro implícito a los capitales especulativos. El déficit en cuenta corriente, que después de la liberalización comercial había alcanzado niveles relativamente altos, era financiado fundamentalmente por capitales de largo plazo. Éstos permitieron no sólo cubrir dicho déficit sino también acumular considerables reservas internacionales.
- El sistema de supervisión bancaria había sido mejorado sustancialmente, habiéndose adoptado en gran medida las normas prudenciales de Basilea. Asimismo, existía una razonable transparencia en la información, tanto en el nivel macroeconómico como microeconómico. Además, el país gozaba de una



buena calificación en el nivel internacional, después de haber culminado la renegociación de su deuda externa y haber cumplido con varios acuerdos suscritos con el Fondo Monetario.

- El riesgo que se apreciaba era el proveniente del rápido crecimiento del endeudamiento de corto plazo de los bancos con el exterior. Así, durante 1997, el crédito al sector privado en dólares creció en US\$ 2 631 millones, siendo este crédito financiado por el exterior en un 62.4%. En los primeros nueve meses de 1998, el crédito al sector privado en dólares creció en US\$ 1194 millones que fueron financiados en un 84.3% con créditos del exterior. Este crecimiento del endeudamiento bancario fue favorecido por el incentivo que se creaba al aplicarse el encaje sólo a los depósitos en moneda extranjera, mientras que los créditos de corto plazo estaban exonerados de él.
- Al interrumpirse las líneas de crédito a los bancos, a raíz de la crisis rusa, se produjo una cesación de la cadena de pagos que no pudo ser enfrentada oportunamente por las autoridades. El establecimiento del requerimiento de liquidez a los créditos externos fue tardío y además no desempeñó su rol limitante antes de la crisis rusa.
- En este sentido, si bien son discutibles los controles de capitales de corto plazo, es menos controvertida la imposición de restricciones al rápido endeudamiento de la banca con el exterior. Esto por razones simples de manejo prudencial de la supervisión bancaria. En el caso peruano no se contemplaron estas restricciones; más aún, se creó un incentivo implícito al endeudamiento de corto plazo de los bancos con el exterior.
- Por otra parte, si bien se contaba con un alto nivel de reservas internacionales, éstas fueron utilizadas pero no fueron empleadas en forma adecuada y oportuna para evitar la cesación de pagos. En este sentido, el país terminó perdiendo probablemente la misma cantidad de reservas que hubiera perdido si se atacaba más rápidamente el severo problema de iliquidez que afrontaron los bancos.
- Cabe señalar también que una parte de la legislación parecía diseñada sólo para los períodos de bonanza. Las leyes imponían restricciones al accionar del Banco Central y la Superintendencia para situaciones de crisis. Ése fue el caso, por ejemplo, de los límites sobre los redescuentos del Banco Central, y la



norma mediante la cual la intervención de los bancos por parte de la Superintendencia era seguida rápidamente por una liquidación, aspectos últimos que recién fueron modificados en diciembre de 1998 a raíz de la crisis.

- Ligado al endeudamiento de corto plazo con el exterior por parte de los bancos, ha estado el rápido crecimiento del crédito bancario que pasó de 8.8% del PBI en el primer trimestre de 1994 a 24.4% del PBI en diciembre de 1998. Este incremento del crédito se concedió, en gran medida, a empresas que se encontraban altamente endeudadas que enfrentaban altas tasas de interés en términos internacionales, lo que las hacía particularmente vulnerables a una contracción del nivel de actividad económica.
- Los efectos de la crisis rusa no se reflejaron en depreciaciones bruscas ni significativas del tipo de cambio, sino fundamentalmente en una recesión del nivel de actividad económica, cuya intensidad pudo haber sido menor de haberse manejado adecuadamente la política económica.
- Las políticas aplicadas para superar la recesión fueron inefectivas. La aplicación de políticas fiscales anticíclicas mediante el incremento de las remuneraciones introdujo rigideces que dificultaron el manejo económico en los años siguientes a la crisis rusa.



Bibliografía

Alba, P. ; A. Bhattacharya, S. Claessens, S. Ghosh y L. Hernández (1999). "The Role of Macroeconomic and Financial Sector Linkages in East Asia's Financial Crisis", en Agenor, P.R. y M. Miller, *The Asian Crisis*.

Asian Development Bank (1999). *Financial Crisis in Asia - Asian Development Outlook*.

Berg, Andrew (1999). *The Asia Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes*. IMF Working Paper.

Corbett J. y D. Vines (1999). "The Asian Crisis: Lessons from the Collapse of Financial Systems, Exchange Rates and Macroeconomic Policy", en Agenor, P.R. y M. Miller, *The Asian Crisis*.

Corsetti, Giancarlo; Paolo Pesenti y Nouriel Roubini (1998a). *Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis*. Yale University.

---- (1998b). *Fundamental Determinants of the Asian Crisis: A Preliminary Assessment*.

---- (1998c). *What Caused the Asian Currency and Financial Crises? Parte I y II*, NBER.

---- (1999). "The Asian Crisis: An Overview of the Empirical Evidence and Policy Debate", en Agenor, P.R. y M. Miller, *The Asian Crisis*.

Chang, Roberto y Andrés Velasco (1999). *Liquidity Crisis in Emerging Markets: Theory and Policy*.

---- (1998a). *Financial Crises in Emerging Markets*. NBER Working Paper.

---- (1998b). *The Asian Liquidity Crisis*.

Del Villar, Rafael; José Antonio Murillo y Daniel Backal (1998). *La crisis financiera en Asia: orígenes y evolución en 1997 y 1998*. Documento de Investigación del Banco de México.

Edison, H. y C. McCarthy (1999). "Perspectives on the Financial Crisis in Asia", en *Journal of International Money and Finance*, vol. 18 (4), agosto, pp. 495-500.

Edwards, Sebastian (1999a). *Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia*. NBER Working Paper.

— (1999b). *How Effective are Capital Controls?* NBER Working Paper.

— (1989). *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment*. MIT Press.

Edwards, Sebastian y Julio Santella (1993). "Devaluation Controversies in the Developing Countries", en Borio, Michael y Barry Eichengreen (eds.), *A Retrospective in the Bretton Woods System*. University of Chicago Press.

Eichengreen, Barry y Richard Portes (1998). *Managing Financial Crisis in Emerging Markets*.

Glick, Reaven (1998). *Thoughts on the Origins of the Asian Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms*. Pacific Basin Working Paper.

Goldstein, Morris y Philip Turner (1996). *Banking Crisis in Emerging Economies: Origins and Policy Options*. Bank for International Settlements.

IMF-Supported Programs in Indonesia (1999). *Korea and Thailand: A Preliminary Assessment*. Washington D.C.: IMF.

International Monetary Fund (1997). *Crisis in Asia: Regional and Global Implications*.

Kaminsky, Graciela (1998). *Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress*. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Kaminsky, Graciela y Sergio Schmukler (1998). *What Triggers Market Jitters: A Chronicle of the Asian Crisis*.

Kaminsky, Graciela; Paul Lizondo y Carmen M. Reinhart (1998). *Leading Indicators of Currency Crisis*. IMF Staff Papers.

Kaminsky, Graciela y Carmen Reinhart (1998). *Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now*.

— (1997). *The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance of Payments Problem*. International Finance Discussion Paper Nº 544. Board of Governors of the Federal Reserve System.



Kroszner, Randall (1999). *The Role of Private Regulation in Maintaining Global Financial Instability*. University of Chicago.

Krugman, P. (1979). "A Model of Balance of Payments Crisis", en *Journal of Money Credit and Banking*, vol. II (3), agosto, pp. 310-325.

Kwark, N.S. (1999). "Sources of International Business Fluctuations: Country Specific Shocks or Worldwide Shocks?", en *Journal of International Economics*, vol. 48 (2), agosto, pp. 367-385.

Marion, N. (1998). "Some Parallels between Currency and Banking Crisis", mimeo.

Marshall, David (1998). "Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure", en *Economic Perspectives*, vol. 22, Nº 3.

Masson, P.R. (1999). *Multiple Equilibria, Contagion, and Emerging Market Crisis*. IMF Working Paper.

Mishkin, Frederic (1999a). *Lessons from the Asia Crisis*.

— (1999b). *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*.

— (1996). *Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective*, NBER Working Paper.

Miller, Marcus y Pongsak Luangaram (1998). *Financial Crisis in East Asia: Bank Runs, Asset Bubbles and Antidotes*. Center for the Study of Globalisation.

Radelet, Steve y Jeffrey Sachs (1998). *The Onset of the East Asian Financial Crisis*.

Radelet, Steven; Jeffrey Sachs y Jong Wha-Lee (1997). *Economic Growth in Asia*, Korea University. Harvard Institute for International Development and Asian Development Bank.

Sachs, Jeffrey y Steven Radelet (1998). *The Onset of the East Asian Financial Crisis*. Harvard Institute for International Development.

Sachs J.; A. Tomell y A. Velasco (1996). *Financial Crisis in Emerging Markets: The Lessons from 1995*. Brookings Papers in Economic Activity.



Takatoshi, Ito (1999). *Capital Flows in Asia*. International Monetary Fund.

World Bank (1999). *East Asia: The Road to Recovery*.

— (1998a). *Financial Vulnerability, Spillover Effects and Contagion: Lessons from the Asian Crises for Latin America*.

— (1998b). *What Effect will East Asian's Crisis Have on Developing Economies?*



Documentos de trabajo

- 1 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Lineamientos para un programa de estabilización de ajuste drástico*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 34 pp.
- 2 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 42 pp.
- 3 Portocarrero S., Felipe, *Religión, familia, riqueza y muerte en la élite económica. Perú 1900-1950*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 88 pp.
- 4 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Los problemas del orden y la velocidad de la liberalización de los mercados*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 60 pp.
- 5 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *De la desinflación a la hiperestancamiento. Perú 1985-1990*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 71 pp.
- 6 Portocarrero S., Felipe y Luis Torrejón, *Las inversiones en valores nacionales de la élite económica. Perú: 1916-1932*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 57 pp.
- 7 Arias Quincot, César, *La Perestroika y el fin de la Unión Soviética*, Lima: CIUP, 1992, 111 pp.
- 8 Schwalb, María Matilde, *Relaciones de negociación entre las empresas multinacionales y los gobiernos anfitriones: el caso peruano*, Lima: CIUP, 1993, 58 pp.
- 9 Revilla, Julio, *Frenesí de préstamos y cese de pagos de la deuda externa: el caso del Perú en el siglo XIX*, Lima: CIUP, 1993, 126 pp.
- 10 Morón, Eduardo, *La experiencia de banca libre en el Perú: 1860-1879*. Lima: CIUP, 1993, 48 pp.
- 11 Cayo, Percy, *Las primeras relaciones internacionales Perú-Ecuador*, Lima: CIUP, 1993, 72 pp.
- 12 Urrunaga, Roberto y Alberto Huarote, *Opciones, futuros y su implementación en la Bolsa de Valores de Lima*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1993, 86 pp.
- 13 Sardón, José Luis, *Estados, política y gobierno*, Lima: CIUP, 1994, 128 pp.
- 14 Gónez, Rosario, *La comercialización del mango fresco en el mercado norteamericano*, Lima: CIUP, 1994, 118 pp.

- 15 Malarín, Héctor y Paul Remy, *La contaminación de aguas superficiales en el Perú: una aproximación económico-jurídica*, Lima: CIUP, 1994, 88 pp.
- 16 Malarín, Héctor y Elsa Galarza, *Lineamientos para el manejo eficiente de los recursos en el sector pesquero industrial peruano*, Lima: CIUP, 1994, 92 pp.
- 17 Yamada, Gustavo, *Estrategias de desarrollo, asistencia financiera oficial e inversión privada directa: la experiencia japonesa*, Lima: CIUP, 1994, 118 pp.
- 18 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa de estabilización peruano: evaluación del período 1991-1993*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1994, 44 pp.
- 19 Portocarrero S., Felipe y María Elena Romero, *Política social en el Perú 1990-1994: una agenda para la investigación*, Lima: CIUP-SASE-CIID, 1994, 136 pp.
- 20 Schuldt, Jürgen, *La enfermedad holandesa y otros virus de la economía peruana*, Lima: CIUP, 1994, 84 pp.
- 21 Gónez, Rosario y Erick Hurtado, *Relaciones contractuales en la agroexportación: el caso del mango fresco*, Lima: CIUP, 1995, 100 pp.
- 22 Seminario, Bruno, *Reformas estructurales y política de estabilización*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1995, 153 pp.
- 23 L. Dóriga, Enrique, *Cuba 1995: vivencias personales*, Lima: CIUP, 1996, 94 pp.
- 24 Parodi, Carlos, *Financiamiento universitario: teoría y propuesta de reforma para el Perú*, Lima: CIUP, 1996, 138 pp.
- 25 Aracoz, Mercedes y Roberto Urrunaga, *Finanzas municipales: ineficiencias y excesiva dependencia del gobierno central*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1996, 217 pp.
- 26 Yamada, Gustavo y José Luis Ruiz, *Pobreza y reformas estructurales. Perú 1991-1994*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1996, 116 pp.
- 27 Gónez Rosario; Roberto Urrunaga y Roberto Bel, *Evaluación de la estructura tributaria nacional: 1990-1994*, Lima: CIUP, 1997, 140 pp.
- 28 Rivas-Llosa, Roddy, *Los bonos Brady*, Lima: Universidad del Pacífico, 1997, 158 pp.
- 29 Galarza, Elsa (ed.), *Informe anual de la economía peruana: 1996*, Lima: CIUP, 1997, 116 pp.
- 30 Cortez, Rafael y César Calvo, *Nutrición infantil en el Perú: un análisis empírico basado en la Encuesta Nacional de Niveles de Vida 1994*, Lima: CIUP, 1997, 80 pp.



- 31 Yamada, Gustavo y Miguel Jaramillo, *Información en el mercado laboral: teoría y políticas*, Lima: CIUP, 1998, 104 pp.
- 32 Seminario, Bruno y Arlette Beltrán, *Crecimiento económico en el Perú 1896-1995: nuevas evidencias estadísticas*, Lima: CIUP, 1998, 330 pp.
- 33 Cortez, Rafael, *Equidad y calidad de los servicios de salud: el caso de los CIAS*, Lima: CIUP, 1998, 98 pp.
- 34 Cortez, Rafael, *Programas de bienestar e ingresos en los hogares de las madres trabajadoras*, Lima: CIUP, 1999, 78 pp.
- 35 Zegarra, Luis Felipe, *Causas y consecuencias económicas de la corrupción. Un análisis teórico y empírico*, Lima: CIUP, 1999, 71 pp.